الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشـــق
كلية الاقتصاد
قسم المحاسبة

دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية

بحث أعد لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة

بإشراف الأستاذ الدكتور حسين القاضي

إعداد

عبد الرحمن مرعي

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

"وما أوتيتم من العلم إلا قليلا"

إلى كل من أضاف لبنة في هذا القليل من علماء أمتنا العربية ليخلقوا أمة عظيمة سادت الدنيا بنور علمها في وقت غرق فيه العالم في بحر من الظلام

إلى كل من أضاء شمعة يمحو بنورها ظلام الجهل والتخلف ويعيد لأمتنا أمجادها

بكل تواضع وإجلال اقدم هذا العمل المتواضع وفاءً للقيم النبيلة السامية التي نقلها لنا علماؤنا وعلموها للعالم.

كلمـــــة شكـــــــر

كان علي حقاً أن أتقدم بالشـــكر والامتنان لاستاذي المشـــرف الاستاذ الدكتـــور حسين القاضـــي لما قدمـــه من رعاية واهتمام ومتابعـــة علميـــة حثيثـــة أدت الـــــى اخراج هـــذا البحث من فكرته الجنينيـــة وتطويره •

الباحـــث
عبد الرحمن مرعـــــي

منهج الدراسة

تتبع الدراسة نوعين من البحوث:

النوع الأول: يعتمد على المنهج الاستنباطي المستند إلى جمع المعلومات المناسبة في أدبيات المحاسبة والاستثمار والتمويل والاقتصاد لتبرير قيام سوق أوراق مالية في سورية وبيان الثغرات في النظم المحاسبية القائمة في الاستخدامات في القطاعين العام والخاص وعجز هذه النظم عن تقديم المعلومات اللازمة لسوق الأوراق المالية، وقد توصل الباحث من خلال بحثه إلى الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

إن قيام سوق أوراق مالية يسمح بنمو وازدهار الشركات المساهمة وتوفير المال اللازم لدفع عجلة الاستثمار في سورية. وينبثق عن هذه الفرضية الأساسية الفرضيات الفرعية التالية:

آ- تسهيل جمع المدخرات الفائضة وزجها في خدمة الاستثمار.

ب- تسهيل تداول الأوراق المالية.

جـ- تسهيل لقاء البائع والمشتري للورقة المالية.

د- تقديم المال اللازم للاستثمار بتكلفة أقل.

هـ- وضع حد لاحتكار عدد من السماسرة لبائع الورقة المالية وشاريها.

و- إمكانية الشركات المساهمة من إصدار سندات قرض.

الفرضية الثانية:

إن قيام سوق أوراق مالية في سورية يؤدي إلى حماية المدخرين من صغار التجار والكسبة والمستثمرين ووضع حد للتلاعب والاحتيال من خلال فرض الأطر القانونية والتنظيمية التي تشكل إطار عمل السوق وأهدافه وشروط إدراج الأوراق المالية. وينبثق عن هذه الفرضية الثانية الفرضيات الفرعية التالية:

آ- وضع إطار تنظيمي وقانوني لعمل السوق.

ب- فرض متطلبات إفصاح دورية سنوية أو حتى ربع سنوية.

جـ- فرض شروط إدراج على الشركات المساهمة الالتزام بها حتى يتم إدراج أوراقها المالية في السوق.

د- خلق فرص استثمار مناسبة ومأمونة ومتنوعة تحمي المستثمر من الوقوع فريسة جامعي الأموال.

هـ- حماية المستثمرين من أعمال الغش والتلاعب.

و- خلق الثقة لدى المستثمرين من أن المنشأة صاحبة الورقة المالية المدرجة هي منشأة جيدة.

الفرضية الثالثة:

إن وجود سوق أوراق مالية في سورية يؤدي إلى تطوير نظم المعلومات المحاسبية من خلال:

أ- اتباع المعايير المحاسبية الدولية في إعداد القوائم المالية.

ب- تعزيز الإفصاح عن أي تغيير في السياسات المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية.

الفرضية الرابعة:

إن وجود سوق أوراق مالية في سورية يسمح للمستثمرين من اختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار، وذلك من خلال توفر كافة المعلومات لكافة المستثمرين، وفرض متطلبات إفصاح دورية تلتزم بها الشركات المدرجة. وينبثق عن هذه الفرضية الثالثة الفرضيات الفرعية التالية:

آ- تحديد السعر الأمثل للورقة المالية.

ب- مساعدة المستثمر في اختيار الورقة المالية الكفء.

جـ- إتباع معايير محاسبية موحدة ومعترف بها في إعداد القوائم المالية.

الفرضية الخامسة:

إن النظام المحاسبي الموحد قاصرٌ عن جعل القوائم المالية لشركات القطاع العام صالحة لتقديم الإفصاح الكافي في السوق المالي. وينبثق عن هذه الفرضية الرابعة الفرضيات الفرعية التالية:

آ- اعتماد النظام على بيانات إحصائية الهدف منها خدمة الحسابات القومية والخطة الاقتصادية للدولة.

ب- ضعف مقدرة البيانات المعدة من قبل النظام المحاسبي في بيان الوضع المالي للمنشأة وبالتالي عدم إمكانية الاعتماد عليها في التحليل المالي.

جـ- عدم صلاحية البيانات المعدة بحسب النظام المحاسبي لاتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية.

الفرضية السادسة:

إن النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص لا تلبي حاجة السوق المالية. وينبثق عن هذه الفرضية الخامسة الفرضيات الفرعية التالية:

آ- عدم الالتزام بمعايير محاسبية متعارف عليها.

ب- عدم صلاحية البيانات والقوائم المقدمة لإتخاذ القرارات في السوق المالي.

جـ- تخلف مهنة المحاسبة عن اللحاق بالتطورات العالمية التي طرأت عليها.

النوع الثاني: استقرائي ميداني يعتمد على تحليل فروض الدراسة إلى مجموعة من الأسئلة وضعت على شكل استبيان وزّع على عينة من المهتمين في موضوع الرسالة وهم:

١- مجموعة من المديرين الماليين في مؤسسات وشركات القطاع العام. بلغ عددها خمسون مفردة.

٢- مجموعة من المديرين الماليين في شركات القطاع الخاص. بلغ حجم عينتها خمسون مفردة.

٣- مجموعة من الفعاليات الاقتصادية كالغرف التجارية واتحاد الغرف التجارية والغرف الصناعية. بلغ حجم عينتها خمسون مفردة.

٤- مجموعة من أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد جامعة دمشق. بلغ حجم عينتها خمسون مفردة.

واستهدفت هذه الأسئلة بيان رأي المستجوبين في االنتائج النظرية التي توصل الباحث إليها. ثم إخضاع النتائج للاختبار الإحصائي لبيان مدى تجانس هذه النتائج وقابليتها للتعميم.

وأخيراً توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات التي يأمل بأن توضع موضع التنفيذ من قبل أصحاب القرار في سورية لما لذلك من فائدة تعود على الاقتصاد الوطني.

طبيعة المشكلة وأهمية البحث

تنبع أهمية هذا البحث من خلال المشكلات والصعوبات التي تعرّض ويتعرض لها الاستثمار في سورية منذ رزوحه تحت الاستعمار وحتى الآن وذلك بسبب ماتحمله من تبعات فرضها المستعمر وبسبب عدم وجود سوق أوراق مالية تعمل على جمع المدخرات الوطنية وصبها في خدمة الاستثمار فمنذ فجر الاستقلال تسلمت البرجوازية الوطنية السلطة و عملت على استغلال الإمكانيات الإقتصادية والظروف الدولية من أجل بناء اقتصاد وطني متطور من قلب التخلف والتبعية التي فرضها الإستعمار التركي الذي دام أكثر من أربعة قرون وبعده الفرنسي. فسورية التي كانت جزءاً من امبراطورية الرجل المريض (تركيا) والتي تحولت بين الأعوام ١٨٥٠ ١٩١٤ إلى نصف مستعمرة تحت النفوذ البريطاني والفرنسي والألماني، طبعت بطابع الإقتصاد التركي الذي كان مرتعاً للاستثمارات الأجنبية والتي كان همها نهب خيرات البلاد ومنها سورية (السباعي ١٩٦٧) يقول الأستاذ كاتايغارودسكي ١٩٢٥ في كتابه سورية في لهيب الثورة: ((إن مدينة ليون تحتل المكان الأول في ميدان صناعة الحرير فمنذ ماقبل الحرب الأولى كانت قرابة جميع مصانع الحرير والنسيج الحريري في سورية تعود للفرنسيين)). إن أطماع الدول الاستعمارية هذه وتغلغل رأسمالها في تركيا وسورية كان سبباً للفقر والجهل والتخلف حيث أن جميع ماأسسه هذا الرأسمال من مؤسسات مصرفية وخطوط حديد ومرافىء ومؤسسات صناعية كان لخدمة مصالح تلك الدول الرأسمالية وبالتالي نهب ثروات البلاد ومنها سورية التي أثقل كاهلها إضافة لذلك الضرائب التي فرضتها تركيا لتمويل حروبها العسكرية وبذخ حكامها (عوض ١٩٦٩، الحسني ١٣٤٢هـ). وهكذا لم تتمكن سورية من تطوير إنتاجها السلعي إلى إنتاج رأسمالي، فقد كانت الحرفة بأدواتها البدائية، وضعف رأسمالها وصفتها العائلية هي العنصر السائد في الإنتاج (السباعي ١٩٦٧). وأمام هذه الظروف القاسية لم يكن أمام البرجوازية الوطنية آنذاك سوى العمل على تطوير الحرف التي كانت قائمة وإنشاء صناعات تقوم على الأسس الحديثة، خصوصاً وأن البرجوازية الوطنية التي كانت تقود النضال الوطني السياسي، استشعرت ضرورة النضال من أجل بناء أسس قوية للاقتصاد الوطني فتأسس في خلال فترة الإستعمار الفرنسي اثنتا عشرة شركة مساهمة برأسمال يقارب ٢٢,٥ مليون ليرة سورية في مجالات النسيج والدباغة والجلود والإسمنت والكونسروة وغيرها (الفرا ١٩٥٠). وقد عملت مفوضية الاحتلال الفرنسي على استصدار العديد من القرارات التي كانت تهدف إلى وقف تطور الصناعة السورية ووضع حد لإمكانية مزاحمتها للصناعة الفرنسية وأن تكون ذيلاً لها ومرتبطة بها. وهذا

ماعرّض الإنتاج الوطني الناشيء لخطر كبير أمام مزاحمة المنتجات الأجنبية، إضافةً لفرضها العديد من الرسوم التي تضعف الصناعة الوطنية (عظمه١٩٦١، السباعي ١٩٦٧).

وقد كان من نتائج اشتعال الحرب واحتلال الحلفاء لسورية ولبنان أن زاد التداول النقدي زيادةً كبيرةً بسبب نفقات الجيوش المحتلة وتضاؤل الاستيراد، ورقابة القطع ، والمضاربة، وكان من نتائج ذلك ارتفاع الأسعار بشكل مكّن المنتج الوطني من تحقيق أرباح هامة، ودفعه لالتماس جميع الوسائل الممكنة لتوسيع إنتاجه وتطويره ولابد من الإشارة هنا إلى أن المبالغ التي أنفقها الحلفاء في سورية ولبنان والتي بلغت بحدود ٨٠٠ مليون ليرة سورية، والقرار رقم/٢٣٥/ تاريخ ١٩٤٣/٥/٣٠ الذي خوّل مكتب القطع بيع الإسترليني لكل شخص طبيعي أو حكمي يطلب شراءه، دون تحديد المقدار أوتبيان السبب، مما مكن البلاد من التغلب على التضخم النقدي الناشيء وتحويل نصف المبلغ المذكور تقريباً إلى جنيهات استرلينية استخدمت لتأمين حاجات البلاد ومنها التصنيع (السباعي ١٩٦٧). ومما ساعد الرأسمال الوطني على الوقوف في وجه المنافسة الأجنبية، هو أنها نشأ من تجميع رساميل وطنية تجارية وصناعية وزراعية ترتبط إلى حد ما بالنضال الوطني ضد المستعمر المحتل وشركاته الاحتكارية، وعلى هذا الأساس فإن العامل السياسي لعب دوراً هاماً في إنشاء وتطوير الصناعة الوطنية (السباعي ١٩٦٧). إلا أنه وبالرغم من محاولات الرأسمال الوطني لإقامة صناعةٍ وطنيةٍ متطورةٍ، غير أن هذه التوظيفات كانت متواضعة مقارنة بالتوظيقات الأجنبية لابل ضعيفة إذا ماعلمنا أن التوظيفات الإنكليزية كانت آنذاك /٥٤٠٥٠٦٠٠/ جنيهاً استرلينياً والتوظيفات الأميركية /٦٣١٥٩٩٥٤٠/ دولاراً أمريكياً هذا عدا الرساميل الأجنبية الأخرى، كالفرنسية والبلجيكية وغيرها (السباعي ١٩٦٧)، لذلك تمكن المستعمر من إبقاء سورية متخلفة وسوقاً لإنتاجه وتوظيف رساميله ومكاناً للسيطرة السياسية. ومما شكلّ عائقاً كبيراً أمام تطور الصناعة الوطنية كان إتباع المستعمر لسياسةالباب المفتوح الذي فتح الباب واسعاً أمام المنتجات الأجنبية الرخيصة والراقية وشلّ قوى الصناعة الوطنية أمام المزاحمة الضارية. كما أن الرأسمال الأجنبي عمل على عدم تطوير العلاقات الاقتصادية في سورية بحيث أبقى على العلاقات الإقطاعية في الريف، وأقلم علاقات رأسمالية معظمها لايطور الإنتاج مباشرةً، ولم تكن مرتبطة بحاجات السوق الوطنية. وأخضعت الإقتصاد السوري إلى رقابة ومصالح الإحتكارات الأجنبية ورأسمالها المالي هادفة قبل كل اعتبار إلى عملية تجديد الإنتاج الرأسمالي في الوطن الأم، ومن ثمة حصر الرأسمال الوطني في مجال التجارة والإنتاج الحرفي والزراعي والسير بهذا الرأسمال شيئاً فشيئاً نحو الإضعاف وتوطيد التبعية. (السباعي ١٩٦٧، عرودكي ١٩٧٢). وهكذا، نرى مدى معاناة شعبنا من الإستعمار الذى استمر لمئات

السنين والذى لم يسمح بتطوير صناعات وطنية واستثمار الموارد الوطنية وبالتالي تخلف العلاقات الاقتصادية وعلاقات الإنتاج حيث لم تظهر الحاجة خلال تلك المرحلة لنشوء سوق للأوراق المالية كون السوق الاقتصادية السورية وعلاقات الإنتاج القائمة تابعة للعلاقات الإستعمارية. واستمر الحال إلى أن تم الاستقلال السياسي عن فرنسا مما فسح المجال أمام البرجوازية الوطنية لتطوير البلاد ودفعها في سبيل التقدم والازدهار. إلا أن الاستعمار الفرنسي خلّف وراءه عدداً من المؤسسات الإحتكارية التي كانت تمسك بزمام معظم النشاط الاقتصادي في القطر، والتي كان يعول عليها في استمرار نشاطاته الاقتصادية وتمكين التبعية له عن طريقها. لذلك، كان لابد للسلطة الوطنية من تعزيز الاستقلال السياسي باستقلال اقتصادي خصوصاً وأن الظروف الخارجية والداخلية كانت مساعدةً لذلك. (عرودكي ١٩٧٢)

وهكذا تربعت البرجوازية على مقاعد الحكم وتمتعت بجميع الإمكانيات التي تحد من نشاط الرأسمال الأجنبي أو تصفيته إذا أرادت. لذلك عملت على الحد من سيطرة الرأسمال الأجنبي بالشكل الذي يخدم مصالحها الاقتصادية، فعملت على التفاوض مع سلطات الانتداب لاستلام المصالح الوطنية التي تديرها السلطات الفرنسية باسم سورية ونتج عن هذه المفاوضات اتفاق في ١٩٤٣/١٢/٢٢ يقضي بنقل المصالح المشتركة إلى الدولتين السورية واللبنانية مع حق التشريع والإدارة، وقدتم تسليم جميع المصالح في ١٩٤٤/٦/٥ التي زاد عددها عن العشرين مصلحه..كما أن السلطات الوطنية عملت على تأميم العديد من المؤسسات الفرنسية والبلجيكية. وفي العام ١٩٥٣ صدر المرسوم التشريعي رقم ١٥١ الذي طالب الشركات الأجنبية العاملة في سورية بأن يكون ممثلها من الرعايا السوريين وسمح لكل مؤسسة أجنبية تعمل في الأراضي السورية أن تواصل نشاطها شريطة ضم شركاء سوريين إليها بحيث يبلغ إسهامهم فيها مقدار الثلثين. وهكذا رفعت القوى البرجوازية شعار تدعيم الاستقلال السياسي باستقلال اقتصادي وعملت على تزعُّم عملية التصنيع والتطوير الزراعي من أجل دعم النمو الاقتصادي ورفع مستوى حياة المواطنين. وهكذا تم إقامة عدد من المصانع لإنتاج عدد من المواد الواسعة الإستهلاك والتي تتوفر موادها الأولية محلياً كالغزول والنسيج القطني والإسمنت والكونسروة والزجاج، أو مايمكن استيراده بسهولة من الخارج كالسكر والنسيج الحريري. وقدرت الأموال المستثمرة خلال هذه المرحلة ٤٠٠ مليون ليرة سورية. وقد قامت تلك المشاريع على شكل شركات مساهمة بمعظمها إلا أنها في الواقع كانت شركات عائلية تجمع معظم أفراد الأسر البرجوازية التي تربط فيما بينها روابط عائلية كالمصاهرة والنسب أو عن طريق المصالح التجارية والمالية .كذلك كانت تضم عدداً من المساهمين الذين كانوا يعملون في تلك الشركات من

أجل ضمان استمرار ولائهم لها أو للاستفادة من التخفيضات في الضرائب والرسوم. وهكذا تم التوسع في المشاريع القائمة وتم إقامة مشاريع جديدة بحيث أصبح عددها عام ١٩٥٦ بحدود ١٧٧ شركة (سلطانوف وغيره ١٩٥٨). وهكذا ظهرت الحاجة الماسة لإقامة سوق للأوراق المالية من أجل تداول أسهم وسندات تلك الشركات، وبالتالي أدى الأمر إلى نشوء أسواق صغيرة للبورصة في عدد من المدن السورية تتولاها محلات صرف العملة، و تقوم هذه المحال بدور الوسيط في عمليات شراء و بيع أسهم و سندات تلك الشركات كما كان بعضها يقوم بشرائها و بيعها لحسابه الخاص. وقد جذبت أسهم هذه الشركات المدخرات الوطنية آنذاك وخاصة الصغيرة منها من موظفين وعمال وصغار الكسبة وبالتالي شُكّل ما يسمى بالبورصة غير النظامية. وقد استمر الحال على ذلك إلى أن تنبه المشرّع إلى ضرورة إصدار مرسوم يقضي بإحداث سوق للأوراق المالية، فتم إعداد مشروع قانون لإقامة سوق أوراق مالية عام ١٩٦٠ (جورج عشي ١٩٦٢). إلا أن المشروع بقي حبراً على ورق بسبب قيام حكومة الوحدة آنذاك بتأميم العديد من الشركات المساهمة مما أفقد المشروع مبررات وجوده وهو تداول الأوراق المالية لتلك الشركات. وقد انعكس ذلك على الوضع الاقتصادي للبلد وعلى تطور مهنة المحاسبة والإفصاح المحاسبي بشكل سلبي. حيث تم بذلك تعطيل القوة الاقتصادية لرأس المال ومنعه من المساهمة في الاستثمار وبناء الاقتصاد الوطني، حيث تم حل الشركات المساهمة وغير المساهمة التي لم يطلها التأميم ونقل أصحابها أموالهم إلى دول مجاورة. إن عدم وجود شركات مساهمة أبقى مهنة المحاسبة والإفصاح المحاسبي متخلفةً نسبياً، لأن مهنة المحاسبة مرتبطة بتطور الهيكل الاقتصادي والمالي لهذه الشركات، كما أن الدولة أصدرت نماذج موحدة للحسابات الختامية في الشركات المساهمة في عام ١٩٦٣ صدرت عن وزارة التموين والتجارة الداخلية .واستمر الحال على هذا المنوال إلى أن جاءت الحركة التصحيحية عام ١٩٧٠ حيث عملت الحركة على تشجيع الرأسمال الخاص المحلي والمغترب والرأسمال العربي والعالمي على الاستثمار في سورية وأصدرت الدولة عدداً من القوانين والقرارات المشجعة لذلك.

وبناءً على ذلك تم تأسيس العديد من الشركات المساهمة الخاصة والمشتركة ، وهناك العديد من المشاريع في طور التأسيس. حيث بلغ عدد المشاريع المطلوب إقامتها بموجب القانون ١٠ لعام ١٩٩١ حتى تاريخ ١٩٩٦/١٢/٣ (١٤٩٤) مشروعاً في قطاعات الصناعة والزراعة والنقل. (تقرير المجلس الأعلى للإستثمار ــ رئاسة مجلس الوزراء لعام ١٩٩٦). و هكذا يبدو جلياً أهمية قيام سوق للأوراق المالية تشكل الإطار المناسب لتداول الأوراق المالية لهذه الشركات المنشأة و تشجع على تجميع المدخرات الوطنية وتزجها في خدمة الإستثمار. إن إيجاد سوق لتداول الأوراق المالية له

أهمية كبرى في حياة هذه الشركات و الاقتصاد الوطني من حيث تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات القائمة وخلق الثقة والأمان بالورقة المالية المدرجة فيه، وهذا ما يشجع المستثمر على توجيه محفظته المالية نحوها يقيناً منه أن المنشأة صاحبة الورقة المالية هي منشأةٌ جيدة نتيجة لقبول إدراج أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية.

إن عدم وجود سوق أوراق مالية في سورية أفسح المجال أمام العديد من المتلاعبين و المرابين لجمع مدخرات صغار التجار و المستثمرين بحجة استثمارها و تقديم عوائد مغرية في البداية و من ثم تبديد الأموال في النهاية و هذا ما خلق أزمة اقتصادية كبيرة في سورية سميت أزمة جامعي الأموال ،حيث بلغ حجم الرأسمال المجموع ما يزيد عن ٥٠ مليار ليرة سورية. وهكذا فإن قيام سوق للأوراق المالية يلعب دوراً رئيسياً و هاماً في تنشيط الاقتصاد الوطني و ازدهاره من خلال تجميع المدخرات العاطلة على شكل نقود أو المكتنزة بوسائل اكتناز مختلفة وصبها في قنوات الاستثمار وبالتالي تضع حداً لأمثال جامعي الأموال. إن غياب السوق المالية لم ينعكس على ضعف تداول الأسهم فقط، بل حصر تداولها بيد عناصر من إدارة بعض الشركات التي تقوم بدور الوسيط تشتري الأسهم من المضطر لبيعها ، ثم تبيعها هي إلى شخص آخر مضطر لشرائها فتبتز البائع وتبتز الشاري. كما إن غياب هذه السوق التي تؤمن عملية التداول أدى إلى ضعف الإقبال على تشكيل الشركات المساهمة التي تتمكن من جمع مدخرات المجتمع وتحويلها إلى أداة استثمارية فعالة. لذا يبدو أن تشكيل هذه السوق هو مطلب لامناص منه في هذه المرحلة التي تتميز بإعطاء القطاع الخاص دوراً فعالاً في قيادة التنمية الاقتصادية. ولاشك أن الوصول إلى هذا الإستنتاج يحتاج إلى متطلبات أساسية على مستوى القياس والإفصاح المحاسبي تلتزم بها الشركات المدرجة ويفترض أن تنسجم مع المعايير السائدة دولياً من خلال مهنة المحاسبة القانونية التي يجب أن تكون الأداة المناسبة لإبداء الرأي بعدالة الإفصاح المقدم في القوائم المالية للشركات المساهمة القائمة والمنشودة .

الفصل الأول

أهمية قيام سوق أوراق مالية في سورية لتوفير المال اللازم لدفع عجلة الاستثمار

مقدمة:

تتميز المشاريع الاقتصادية الحديثة بالضخامة والتشعب والنمو السريع الـذي يحتـاج إلى رؤوس أموال كبيرة لايمكن الحصول عليها من خلال عدد محدد من الممولين أو عن طريق عدد مـن المصارف بسبب مثالب الإقراض طويل الأجل، ومقدرة المصارف المحدودة في التمويل طويل الأجل. فمشروع كشركة IBM مثلاً أو شركة جنرال موتورز يحتاج إلى مليارات الدولارات التي لايمكـن الحصول عليها إلا من عدد كبير من المدخرين وتجميع المدخرات العاطلة لدى صنـاديق الأمـوال، كشركات التأمين وصناديق العوائد التقاعدية وغيرها. وهكذا، فإن قيام الشركات المساهمة كـان ثورة حقيقية في عالم تمويل المشاريع الاقتصادية حيث إنها فسحت المجال أمام تطور شكل ومضمـون الشركات بشكل يسمح للشركة المساهمة تأمين المال اللازم لمشاريعها مهما كبر حجمها طالما أنهـا تحقق إنتاجية جيدة وذات سمعة جيدة في السوق. لذلك، كان من الضروري تطوير سوق مناسـب لتداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً. وهكذا، كانت سوق الأوراق المالية هي المكان المناسب لتطـور وازدهار هذه الشركات من خلال تأمين المكان الملائم لبيع وشراء أوراقها المالية وبالتالي تأمين المـال اللازم لمشاريعها. لذلك، يرى الباحث ضرورة دراسة الجوانب التالية المتعلقة بمفهوم الأسواق الماليـة وعوامل نشوئها وضرورة قيام سوق للأوراق المالية في سورية.

المبحث الأول: مفهوم الأسواق المالية وعوامل نشوئها.

المبحث الثاني: العمليات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية والخسارات التي يمكن فتحها.

المبحث الثالث: أنواع الأوراق المالية المتداولة.

المبحث الرابع: تطور الاستثمار في سورية وأهمية قيام سوق للأوراق المالية.

المبحث الأول

مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

مقدمة : لم تنشأ البورصات من فراغ، وإنما جاءت نتيجة تطور وازدهار اقتصادي استوجب قيامها. فالبورصة كانت وليدة الأسواق التي كانت تعقد منذ القديم لتبادل الحاصلات والمنتجات، يقول الأستاذ جون هازارد وزميله (Hazard ١٩٦٢): إن تداول الأسهم قد بدأ في القرن السادس عشر،أما قبل ذلك الوقت فكانت الاستثمارات تتألف بشكل كبير من أشياء مادية ، مثل الحيوانات والحبوب، والعبيد ... إلخ، في عام ١٦٠٠ م أسست الملكة إليزابيت شركة الهند الشرقية لاستيراد البهارات والفلفل والشاي، في منافسة مع الرأسمال الألماني جمعت رأس المال من خلال بيع ١٢٥ سهم في الشركة بسعر ٦٠٠ جنيه استرليني للسهم الواحد، في البداية قام المكتتبون في الشركة بتمويل كل رحلة بشكل منفصل ، بعد العام ١٦١٢ تم تنظيم الرحلات على أساس مشترك بما يعود بالفائدة على الشركة ككل (Hazard ١٩٦٢).

أما سكوسن (Skousen) في كتابه حول هيئة تداول الأسهم SEC الأمريكية فيعيد ذلك إلى القرن الثالث عشر عندما حاول الملك إدوارد أن يحقق بعض السيطرة على عمليات المضاربة في أسواق رأس المال عام ١٢٨٥م من خلال منح السلطة لمحكمة الدرمان Alderman بأن تمنح الترخيص للسماسرة المتواجدين في لندن (Skousn ١٩٨٣). أما الدكتور أحمد مراد كاظم في كتابه البورصات، يقول أن أول بورصة للبضائع أقيمت في باريس عام ١٣٠٤م على جسر عرف باسم جسر الصرافة. ويقول الدكتور عبد الفضيل محمد أحمد في كتابه بورصة الأوراق المالية أن هذه البورصة صدرت بأمر ملكي من قبل الملك (فيليب لى بل) (Philippe Le Bel) في شباط ١٣٠٤م. وقد نشأت أول بورصة منظمة في مدينة ليون Lyon بالأمر الملكي الصادر عن هنري الثامن عام ١٥٤٩م والذي أنشأ بورصة تولوز (عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠م). ويرى البعض أن كلمة بورصة تعود إلى اللقب الذي كان يحمله تاجر اسمه (Van DerBurse) والذي كان يمتلك فندقاً في مدينة Bruges البلجيكية ، حيث كان هذا الفندق ملتقى التجار في القرن الخامس عشر في هذه المدينة. وبذلك فإن البورصة في معناها العام، المكان الذي يتم فيه التعامل على حاصلات أو صكوك معينة تحت اشراف السلطات العامة. إلا أن وجود البورصات كأسواق يجتمع بها التجار للبيع والشراء كان سالفاً لهذا التاريخ فالرومان أنشؤوا لاجتماع التجار مايسمى كوليجيوم ميركاتوروم (collegium merctorum) وفي جميع المجتمعات اللاحقة وجدت الاسواق التي تجمع بين المتعاملين من الباعة والمشترين وكانت هذه الاسواق إما خاصة بنوع معين من البضائع

والسلع أو بأنواع مختلفة من السلع والبضائع كالأسواق الموسمية. أما بالنسبة للبورصات العربية فتعتبر بورصة الأوراق المالية في مصر من أقدم الاسواق المالية في الشرق الاوسط تقول الدكتورة نادية أبو فخرة مكاوي أن بورصة الاسكندرية قد أنشأت عام /١٨٨٣/ ثم أنشأت بورصة القاهرة عام /١٨٩٠/ لكي تتعامل كلاهما في الأسهم والسندات , ومنذ ذلك الحين وحتى عام /١٩٩٥/ كانت القاهرة مركزاً مالياً إقليمياً دولياً واسع النشاط اذ بلغ عدد البنوك الأجنبية التي كانت تعمل في مصر في ذلك الحين نحو سبعة بنوك وكان الجنيه المصري من العملات القابلة للتحويل وكانت له قوة إبراء أعلى من قيمة الجنيه الاسترليني في السوق النقدية الدولية (أبو فخره مكاوي ١٩٩٠) أما في الكويت فقد صدر أول قانون لتنظيم الاوراق المالية في تشرين أول /١٩٦٢/ واهتم هذا القانون بوجه خاص بتنظيم الأوراق المالية الأجنبية , إلا أن القانون رقم /٣٢/ لعام /١٩٧٠/ يعتبر أول قانون تطرّق المشرّع من خلاله إلى تنظيم الأوراق المالية وفي أيلول من عام /١٩٧٦/ أصدر وزير التجارة والصناعة قراراً وزارياً رقم /٦١/ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات الكويتية المساهمة وتشكلت بموجب هذا القرار لجنة الأوراق المالية، وفي ١٩٧٧/٤/٢ تم افتتاح سوق الأوراق المالية الكويتي في المركز التجاري في مدينة الكويت (المؤسسة العربية لضمانة الإستثمار ١٩٨٥).

أما في سورية فليس هناك بورصة رسمية أو غير رسمية يمكن للمتعاملين الإجتماع بها وإنما كان هناك أسواق في عدد من المدن السورية الكبيرة يجري فيها تبادل القيم المنقولة والمعادن والأوراق المالية من خلال عدد من الصيارفه والبيوتات التجارية. وعلى اعتبار أنه كان هناك وحدة اقتصادية ومالية بين سورية ولبنان، كانت بورصة بيروت التي أسست عام ١٩٢٩ على أثر بعثة "لانور" تقوم بمهام البورصة لسورية ولبنان.

أما بورصة الأوراق المالية في نيويورك فتعتبر من أكبر الأسواق المالية في العالم بسبب ضخامة رؤوس الأموال التي يجري التبادل بها وبسبب تأثيرها على الأسواق الأخرى وتتألف سوق الأسهم الأمريكية من ثلاث بورصات رئيسية هي :

بورصة نيويورك	**New York Stock exchange**
بورصة أمريكا	**American Stock exchange**
البورصة الموازية	**over-The counter market**

(مكاوي ١٩٩٠، **Gitman** ١٩٨٥)

وهكذا فإن البورصات لم تحتل أهميتها في الحياة الاقتصادية إلا منذ منتصف القرن الماضي، حيث ازدهرت الحياة الإقتصادية والتجارية وزاد عدد الشركات وزاد حجمها وبدأت ظاهرة الإنتاج الكبير وزادت أهمية الثروة المنقولة، وظهرت الشركات المساهمة التي كانت ثورة حقيقية في عالم تمويل المشاريع طويلة المدى من خلال امتصاص الفائض النقدي من السوق عن طريق طرح أسهم هذه الشركات للتداول في السوق المالي، وأصبح هناك فصل بين الإدارة والمالكين فبرزت الحاجة إلى توثيق المعلومات والإفصاح عنها بالنسبة للمالكين والراغبين في الاستثمار ،وتقديم تقارير دورية من قبل الشركات المسجلة في البورصة عن أوضاعها الماليةوالإقتصادية (Skousen ١٩٨٣). وهكذا ،أصبحت البورصات تحتل مركزاً هاماً في النظم الاقتصادية الحديثة.

وسيتناول الباحث في هذا المبحث المواضيع التالية:

- تعريف الأسواق المالية وأنواعها وعوامل نشوئها
- عوامل نشوء السوق المالي
- العمليات التي يتم تداولها في السوق المالي
- أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تعريف الأسواق المالية:

عرَّف الأستاذ مادورا (Jeff Madura) الأسواق المالية بأنها المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي من خلال تسهيل عملية تدفق النقود من الأفراد والشركات أو الحكومة ذات الفائض النقدي إلى الجهات الأخرى ذات العجز النقدي (Madura ١٩٩٢) يلاحظ من خلال تعريف الاستاذ مادورا تركيزه على أهمية السوق المالي في تأمين المال اللازم للشركات والمؤسسات ذات العجز وأن هذه العملية لاتتم بشكل مباشر بين المقرض والمستقرض بل عن طريق طرف ثالث هم الوسطاء الماليون.

أما الأستاذان جتمان وجونك Gitman and Goehnk فقد عرفا الأسواق المالية بأنها الآلية التي تسمح للعارضين والطالبين للنقود إجراء صفقاتهم، هذه الأسواق تلعب الدور الاساسي في عملية البيع والشراء للمستثمرين كما أن هذه الأسواق لاتقدم فقط الآلية التي يتم من خلالها عقد صفقات البيع والشراء لكنها تسمح لعمليات كهذه من أن تتم بسرعة عادلة (Gitman ١٩٨٥).

أما الأستاذ عبد الفضل محمد أحمد فيشمل في تعريفه للبورصة بورصتي البضائع والأوراق المالية حيث يرى أن البورصة في معناها العام , هي المكان الذي يتم فيه التعامل على حاصلات أو

صكوك معينة تحت إشراف السلطات العامة (محمد أحمد ١٩٩٠). انطلق الأستاذ أحمد فهمي الإمام في تعريفه للبورصة من التعريف بخصائصها ومكوناتها واعتبر أن السوق المالي هي السوق التي لهـا وجهان كالعمله النقدية :

- الوجه الأول: ويسمى بالسوق الأول أو سوق الاصدارات وهي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مُصدرَ الورقة المالية والمكتتب الأول فيها أو بين المقترض والمقرض , فـهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها الى استثمارات جديدة لم تكن موجودةً من قبل وتترجم فيه العلاقة عن طريق خلق أوراق مالية أو التزامات مالية لم تكن موجودة أو متداولة سابقاً .
- الوجه الآخر من السوق وهو مايسمى بالسوق الثانوية أو سوق التداول و يتم فيها تداول هذه الأوراق بعد الاكتتاب بها , من قبل أي بين حامل هذه الأوراق أو بين مستثمر آخر بالبيع والشراء ويكون محلها استثماراً قائماً من قبل (احمد فهمي الإمام ١٩٧٩) .

أما الكتاب الصادر عن بورصة الأوراق المالية بالقاهرة عام /١٩٩١/ فقد عرف البورصة على أنها (أسواق منتظمة تتداول فيها أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية حيث يلتقي العرض والطلب وتتحدد الأسعار في السوق على أساسها وذلك كله وفقاً للقوانين واللوائح المنظمة لقيد الأوراق المالية وتداولها من خلال سماسرة الأوراق المالية وصولاً إلى تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة).

أما الدكتورة نادية أبو فخرة مكاوي فتقول أن الأسواق المالية مثلها مثل أي سوق، هـي مكان التقاء البائع و المشتري، فهي التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي) بالمستثمرين "الوحدات ذات العجز المالي" فهي حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار ويعني ذلك أنها المكان الذي يتم في خلاله عرض وطلب الأموال (مكاوي ١٩٩٠).

وهكذا يبدو أن جميع هذه التعاريف لسوق الأوراق المالية متشابهة من حيث أنهـا المكـان الذي يلتقي فيه العارضين والطالبين للنقود، وتحقيق السيولة للورقة المالية من خلال تحقيق سرعة تداولها، إلا أن التعريف الذي قدمته بورصة الأوراق المالية بالقاهرة يتميز بأنه يقدم خاصية هامة هي تحقيق السعر العادل للأوراق المالية، ويتحقق السعر العادل للورقة المالية من خلال تحقيق كفاءة السوق، أي يجب أن يكون السوق كفؤاً حتى تتحقق عدالة السعر، وتتحقق الكفاءة من خلال تقديم إفصاح عادل وشامل عن الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، وقد تمت وتطورت هذه الخاصية على إثر أزمة الكساد الكبير الذي ضرب الولايات المتحدة الأمريكية على أثر المضاربات المجنونة والتلاعب وإخفاء المعلومات والتضليل التي ضربت السوق الأمريكية قبل عام ١٩٢٩

وكان على أثرهاصدور قانون ١٩٣٣ و قانون ١٩٣٤ المتعلقين بشكل أساسي بالإفصاحات المطلوبة من المنشآت صاحبة الورقة المالية وتشكيل هيئة تداول الأوراق المالية .

أنواع الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية (أسهم – سندات)حيث أنها صلة الوصل بين الوحدات ذات الفائض النقدي (المدخرين) أي الذين يقدمون نقوداً إلى السوق والوحدات ذات العجز النقدي (المستثمرين) أي الذين يدخلون السوق للحصول على نقد، وهكذا فإن الأسواق المالية تتضمن القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين الطرفين والتي يطلق عليها اسم الوسطاء الماليين، إن أسواق المال تعتبر بمثابة القلب للنظام المالي حيث يتقرر فيها حجم الأموال التي يمكن إقراضها فتجذب الأموال والمدخرات، كما أنه يتقرر فيها معدلات الفوائد وأسعار الأوراق المالية (مكاوي ١٩٩٠، ١٩٩٢ Madura ١٩٩٢, Peter).

أنواع الأسواق المالية:

تقسم الأسواق المالية إلى :

١- أسواق النقد Money Market والتي تقسم الى:

آ- سوق الخصم Discount Market.

ب- سوق القروض قصيرة الأجل Short - Term Loan Market.

٢- أسواق رأس المال Capital Markets والتي تنقسم الى:

آ- أسواق حاضرة أو فورية Spot Markets وتتشكل من:

١- السوق الأولى أو سوق الإصدارات Primary Market.

٢- السوق الثانوية أو الثانية Secondary Market وتشتمل هذه السوق على:

آ- أسواق منظمة Organized Security Exchange.

ب- أسواق غير منتظمة وتضم Unoganized Security Exchange:

١- السوق الموازية Over - the - Counter Market.

٢- السوق الثالث Third Market.

٣- السوق الرابع Fourth Market.

ب- أسواق العقود المستقبلية Future Markets.

١- أسواق النقد Money Markets:

وهي السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية مدّون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر. وتتكون السوق النقدية من سوقين فرعيتين طبقاً لنوع العمليات التي تتم في كل منهما وهاتان السوقان هما:

آ - سوق الخصم Discount Market.

ب- سوق القروض قصيرة الأجل Short - Term Loan Market.

أ - سوق الخصم:

يتم فيها خصم نوعين من الأوراق التجارية وهما:

١- الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية).

٢- وأذون الخزانة .

وفي حال خصم الأوراق التجارية يكون قوام السوق من المشروعات التي تقدم أوراقها للخصم بمختلف أشكالها والبنوك التجارية وبيوت الخصم المتخصصة التي تزاول عمليات الخصم كأحد فروع نشاطها الأساسية.

أما بالنسبة لأذون الخزانة العامة فإنها تطرح في السوق بواسطة الحكومة أو البنك المركزي نيابة عنها، ويتقدم لشراء أذونات الخزانة جميع المتعاملين في السوق من بينهم البنوك التجارية وبيوت الخصم وبيوت التمويل الأخرى التي لديها فائض للاستثمار في أصول سائلة.

ب- سوق القروض قصيرة الأجل:

يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون أطراف هذه السوق المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى .

ويصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد الأوروبية مثل انكلترا وألمانيا لليلة واحدة بحيث يتم تجديد آجال القروض يومياً (مكاوي ١٩٩٠).

ويحق لهذه البنوك عدم التجديد لهذه القروض إذا اضطرها ظروفها الخاصة لدعم أرصدتها النقدية وقد تكون سوق النقد محلية بحيث يقتصر التعامل فيها على المؤسسات الوطنية وجمهور المواطنين وغيرهم من المقيمين وتتم الصفقات بالعملة الوطنية , وقد تكون السوق

مركزاً مالياً دولياً ويتم ذلك في حال كون عملة البلد التي فيها سوق النقد قابله للتحويل إلى العملات الأجنبية الأخرى.

٢- أسواق رأس المال:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، ويكون التعامل في سوق رأس المال إما على شكل قروض وفقاً لعقود مباشرة بين الدائنين والمدينين وتمثلها البنوك المتخصصة والمنشآت غير المصرفية ودائنيهم ومدينيهم أو على شكل مساهمات في رؤوس أموال الشركات وفقاً لعقود غير مباشرة عن طريق إصدار السندات في سوق الأوراق المالية كما هو الحال في الشركات المساهمة ويتم ذلك من خلال الاستثمار في أسهم الشركات والتداول بها والقيام بتغطية إصدارات الأوراق المالية التي تطرح للإكتتاب وإدارة إصدارات أسناد القرض والمشاركة في قروض وتسهيلات التجمعات المصرفية وكذلك فتح محافظ الأوراق المالية وحسابات الإستثمار وإدارتها بتفويض من أصحابها، إن أسواق رأس المال تقسم إلى :

آ- أسواق حاضرة أو فورية.

ب- أسواق العقود المستقبلية.

آ- الأسواق الحاضرة **Spot Market**:

هي الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (اسهم وسندات) يتم تسليمها واستلامها فور إتمام الصفقة، أي تسليم الأوراق المالية ويدفع الثمن فور الإنتهاء من إتمام الصفقة، وتقسم هذه الأسواق الى:

١- السوق الأولي أو سوق الإصدارات Primary Markets.

٢- السوق الثانوية (البورصة) Secondary Market.

١- السوق الأولى أو سوق الإصدارات Primary Market:

وهي السوق التي تباع فيها وتشترى الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وغالباً مايكون بنك الاستثمار أو مجموعة من بنوك الاستثمار مسؤولاً أو مسؤولةً عن عملية البيع (Gitman ١٩٨٤) وذلك حسب حجم الأوراق المالية المصدرة، إن بنوك الاستثمار هذه هي مؤسسات متخصصة تعرض للجمهور لأول مرَّة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب شركة ما أو جهة حكومية ويطلق عليها بنك الاستثمار Investment Banker أو المتعهد الذي عادةً مايكون مؤسسة متخصصة مثل ميريل

لينش Merril Lynch ومؤسسة بوسطن الأولى First Boston Corporation أما في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار، وإن بنوك الإستثمار هذه ما هي إلا وسيط بين الجهة المصدرة للورقة المالية وبين جمهور المستثمرين المحتملين للورقة المالية.

وقد يقوم بنك الاستثمار بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه، أو يقدم المساعدة على إصدار الورقة المالية، إن عمليات بنك الإستثمار لاتعتبر عملاً مصرفياً بالمعنى المعروف كما أن تمويله لشراء الإصدار ينقضي بمجرد نجاحه بالتخلص من الإصدار بالبيع ولا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية حيث أن هناك طريقتين أخريين هما (هندي ١٩٩٣):

١- الأسلوب المباشر.

٢- أسلوب المزاد.

الأسلوب المباشر: حيث تقوم الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة كي تبيع لهم الأسهم والسندات التي أصدرتها.

أسلوب المزاد: فهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق مالية، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار.

أما في جمهورية مصر العربية فيتم تنظيم هذه السوق والإشراف عليها من قبل كل من وزارة الاقتصاد والتجارة وهيئة سوق المال وهيئة الاستثمار والبنك المركزي المصري، ولكل جهةٍ من هذه الجهات دورٌ محددٌ في عمليات السوق الأولية وأن قانون إحداث كل جهة من تلك الجهات يبين حدود اختصاصها ومدى صلاحيتها من حيث الترخيص والمراقبة والتنظيم لجميع إصدارات الأوراق المالية في مصر (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥).

٢- السوق الثانوي Secondary Market:

ويقصد بالسوق الثانوي السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارهـا حيث يوجد دائماً راغب بالتخلص من الأوراق المالية التي يحملها وآخر يرغب بشراء تلك الأوراق المالية وهناك نوعين من هذه الأسواق :

١ ـ السوق المنظمة Organized Security Exchange (البورصة)

٢ ـ السوق غير المنظمة Unorganized Security Exchange

تتميز السوق المنظمة عن السوق غير المنظمة بأن لها مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقه مالية مسجلة بتلك السوق وتسمى البورصة، أما الأسواق غير المنظمة فيتم إنجاز الصفقات فيها عبر شبكة من الإتصالات الحديثة المتطورة من الكومبيوترات وغيره.

١- الأسواق المنظمة (البورصات) Organized Security Exchange:

الأوراق المالية المدرجة في البورصة يتم تداولها عبر سوق الأوراق المالية المنظمة.
ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة حسب الاقتصاد الوطني لكل بلد إلى:

١ ـ أسواق مركزية.
٢ ـ أسواق المناطق.
٣ ـ الأسواق المحلية.

ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة البورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة، ومن الأمثلة على ذلك بورصة نيويورك وهي أكبر سوق للأوراق المالية في العالم حيث تتعامل في حوالي (٨٠ %) من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة في أمريكا، وكذلك البورصة الأمريكية للأسهم (AMSE) وتقع في مدينة نيويورك وتتعامل في (١٠%) من الأوراق المالية المسجلة (هندي ١٩٩٣، Gitman ١٩٨٤).

أما بورصة المناطق فتتعامل بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة أي العشره في المئة الباقية، وهي عادةً أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة منها.

أما البورصات المحلية فتقدم خدمات للعديد من الأطراف كصغار المستثمرين في المنطقة التي تقع فيها , وللسماسرة غير القادرين على الحصول على مقعد في إحدى البورصات المركزية تتيح لهم فرصة التعامل بالأوراق المالية المتداولة في تللك البورصات.

وتتميز هذه الأسواق بأن لها مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بتلك البورصة , تشكل الأوراق المالية المتداولة في البورصة النظامية في الولايات المتحدة الامريكية ٦٥% من إجمالي الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الأمريكية. إن عملية التداول تتم من قبل أشخاص يكونون أعضاءً بالبورصة (Gitman ١٩٨٤) تعمل بعض الشركات على تسجيل أوراقها المالية في أكثر من بورصة ويسمى ذلك بالتسجيل الثنائي للورقة المالية، وعلى كل شخص أو شركة سمسرة تريد تنفيذ عمليات في البورصة أن يشتري مقعداً لذلك. وبذلك يمكن أن يبيع ويشتري لصالح عملائه أوراقاً مالية متداولة في البورصة (Madura ١٩٩٢).

٢- السوق غير المنظمة Unorgnized Security Exchange:

وتطلق على المعاملات التي تتم خارج السوق النظامية والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في كل أنحاء الدولة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات فورية تتمثل في خطوط هاتفية أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريع التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين (هندي ١٩٩٣)، ويطلق عليها المعاملات على المنضدة Over-The Counter، وتتعامل غالباً الأسواق غير المنظمة في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق النظامية وعلى الأخص السندات إلا أن ذلك لايمنعها من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة وتشكل المعاملات التي تتم في هذه الأسواق حوالي ٣٣% من كافة الأوراق المالية المتداولة في أمريكا (Gitman ١٩٨٤).

ويتحدد سعر الورقة المالية من خلال العرض التنافسي للورقة المالية والمفاوضات مع المستثمرين الراغبين في الشراء حيث يتمكن المستثمر من اختيار المشتري الذي يقدم له أفضل سعر ويشترط في الولايات المتحدة أن يكون بيت السمسرة الذي يرغب في التعامل في السوق غير المنظمة عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية الذي يضع شروط العضوية ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات.

وينشر سعر بيع وشراء الورقة المالية المتداولة في السوق غير المنظمة في مجموعات حسب التعامل فيها. ومما يذكر أن هناك شبكة حاسوب (حاسب آلي) تُظهر لحظة بلحظة أسعار بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق غير المنظمة , تعمل تحت إدارة الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (NASDAQ)، ويعتبر كل تاجر في هذه السوق بمثابة صانع سوق (Market Marker) للأوراق المالية التي ترغب بالتعامل فيها حيث يحتفظ صانع السوق بمخزون من الأوراق المالية يتيح للراغبين في شرائها وجود مركز دائم للبيع كما يتيح أيضاً للراغبين في بيعها وجود مركز دائم لشرائها ويتمكن السمسار من إيجاد السوق من خلال عرضه لشراء أسهم شركة ما من المستثمرين بسعر ٢٩,٥ دولار وأن يبيع الأسهم نفسها إلى مستثمرين آخرين بسعر ٣١ دولاراً للسهم. إن سعر العرض يعتبر أعلى سعر معروض من قبل السمسار لشراء الأسهم المطلوبة أما سعر البيع فهو أقل سعر يقبل السمسار أن يبيع به أسهمه وأن السمسار يحقق أرباحه من الفرق بين سعر العرض وسعر البيع (Gitman ١٩٨٤).

السوق الثالثة:

تمثل قطاعاً من السوق غير النظامية وتتكون بيوتات السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة بالرغم من أن لهم الحق بالتعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. أما أعضاء السوق النظامية فليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على أسهم مسجلة بها (هندي ١٩٩٣). وهذه البيوت هي أسواق دائمة وجاهزة لبيع وشراء أية كمية من الأوراق المالية مهما كبرت أو صغرت، إن زبائن هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، إضافة الى بيوت السمسرة الصغيرة التي لها ممثلين

في السوق النظامية إن الدافع وراء قيام هذه السوق هو أن هذه المؤسسات الكبيرة لم تكن تتمتع بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة لذلك فقد وجدت هذه المؤسسات المالية ضالتها في هذه الأسواق من أجل الحصول على تخفيض مغـــري في العمولة، إضافة إلى شعور تلك المؤسسات أن المتخصصين في السوق النظاميـــة غـــير قادرين على تنفيذ تلك الصفقات الكبيرة بالشكل المطلوب وعدم كفاية مالديهم مـــن رأس مال.

السوق الرابع:

ويقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء اللذين يتعـــاملون فيمـــا بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة وذلك كاســـتراتيجية إضافيـــة للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين مـــن خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف وأطـــراف الحاسوب. وفي ظل هذه السوق تُبرم الصفقات بسرعة أكبر وبكلفة أقـــل وأســـعار مُرضية للطرفين نتيجة الاتصال المباشر وتعتبر هذه السوق منافساً قوياً للسوق المنظمة والغير منظمة لأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.

عوامل نشوء الأسواق المالية

إن قيام الأسواق المالية في أي دولة من الدول ما هو إلا انعكاس للظروف العملية والواقعية التي يعيشها التطور الاقتصادي والمالي في تلك الدولة. فالحاجة لقيام سوق أوراق مالية تأتي نتيجـــة للحاجة إلى التوسع في المشاريع الاستثمارية في أي بلد، ففي دراسة للمؤســـة العربيـــة لضمـــان الاستثمار وسوق عمان المالي عام ١٩٨٥ أثبتت أن أسواق الأوراق المالية المنظمة في كل من الأردن وتونس والكويت قد ساهمت مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية وتحريكـــها نحـــو فـــرص الاستثمار الوطنية المتاحة بدليل كبر حجم الإصـــدارات وعددهـــا في الســـوق الأولي للأســـهم والسندات عبر مسيرتها القصيرة وكذلك نمو حجم التداول في السوق الثانوية وبنسب عالية حـــتى عام ١٩٨٢ (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥). وكان كينز أول من جذب الانتبـــاه إلى أهمية القطاع المالي عن طريق الربط بين التوازن في سوق النقود وســـوق المـــال والتـــوازن العـــام للاقتصاد القومي.

وأظهر جولد سميث بوضوح ارتباط التطور الاقتصادي والمالي للسوق وارتباط المؤسسات المالية المختلفة، كذلك أظهر ارتباط كمية النقود والمال العامل من جهة وكمية الناتج القومي وثروة الأفراد من جهة ثانية (الإمام ١٩٧٩).

وهكذا يبدو واضحاً أهمية قيام سوق أوراق مالية في أي بلد باعتباره ركيزة عمل الاقتصاد الحر بما يوفره من تمويل متوسط وطويل الأجل للاستثمارات المطلوبة، والذي سيتوقف على كفاءته حسن أداء الاقتصاد القومي ككل باعتبار أن هذه السوق تؤثر وتتأثر بالمتغيرات الكلية في الاقتصاد (النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري ١٩٩٥). لذلك وحتى تقوم سوق أوراق مالية في أي بلد لا بد من توافر عدد من العوامل الاقتصادية التي تعتبر ضرورية لقيام هذه السوق وهي (أحمد فهمي الأمام ١٩٧٩، مكاوي ١٩٩٠):

١- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة.

٢- تحويل المدخرات المجمعة إلي استثمارات.

٣- الاهتمام بوسائل الإعلام وتدقيق الرقابة فيها.

٤- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد.

١- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة:

ويتركز الهدف هنا على تشجيع الادخار والإقراض بالتوافق والتنسيق بين النظام المصرفي والمؤسسات التابعة له التي تجمع المدخرات لتصبها في الاستثمارات المنتجة والتي تكون جزءاً هاماً في عملية التنمية لايمكن أن يستغنى عنها في أي نظام اقتصادي (مكاوي ١٩٩٠) وتلعب البنوك دوراً متعدد الجوانب في عملية البورصة فهي توفر الخدمات لأطراف التعامل في البورصة وهم الجهات المصدرة للأوراق المالية عن طريق تمكنهم من الإصدار من خلالها، وأفراد الجمهور الذين يطلبون إلى البنوك - باعتبارهم عملاءها - تنفيذ أوامر البيع أو الشراء أو مجرد المشورة الفنية وتقوم البنوك بتمويل التعامل في البورصة عن طريق التسهيلات اللازمة لأطراف التعامل، وفوق ذلك فإن وجود البورصة يمكن البنوك من توظيف بعض أموالها وخصوصاً بعد التطورات التي حدثت على أعمال البنوك وتحسين مستوى أدائها على أثر التقدم التكنولوجي وثورة المعلومات التي سمحت للبنوك بتطوير الخدمات القائمة بها وإدخال العديد من الخدمات مثل البطاقات الائتمانية، إعادة الهيكلية وتوريق الديون بتحويل المديونية المصرفية إلى أوراق مالية وشراء وتطوير المساهمات (الأهرام الاقتصادي العدد ١٦٦٤ عام ١٩٩٧). كما أن التغييرات التي تشهدها البيئة الدولية للعمل المصرفي وخاصة فيما يتعلق بهياكل وأنشطة المصارف التجارية

الأمر الذي يعكس التوجه نحو إلغاء دور التخصص المصرفي التقليدي، وظهور طابع الخدمات المالية الشاملة لدى المصارف وهو التوجه الذي يهدف إلى توسيع نطاق أعمالها وأنشطتها من حيث نوع الخدمات التمويلية والاستشارية، والأوعية الادخارية والاستثمارية التي توفرها لعملائها. كما يعزز هذا التوجه ازدياد توفر الأدوات المالية التي يمكن للمصارف أن توظف مواردها فيها. إن هذا التطور في عمل المصارف يقوم بدورها في تطوير نشاط أسواق الأوراق المالية .

وهكذا، فإن تطوير الخدمات المصرفية وتطوير القطاع المالي يعتبر عاملاً هاماً في تطوير وتشجيع الادخار بهدف الاستثمار وهذا يعني أنه إلى جانب تطوير التقنيات والأعمال المصرفية فإنه لابد من تحسين المناخ العام والقوانين التي تسمح بالتطوير بما يساعد على إدخال التقنيات الحديثة في العمل، فمن الضروري عند تطوير الجهاز المصرفي التوقف عند كل ما يتعلق بالمناخ العام والظروف التي تعمل في إطارها البنوك وبصفة خاصة القرارات الاقتصادية والقوانين والتشريعات التي تؤثر على العمل المصرفي، وفي هذا المجال ترى الأهرام الاقتصادي العدد ١٤٦٤ لعام ١٩٩٧ أنه لولا تحرير أسعار الفائدة لما كان من الممكن الحديث عن تطوير لعمل البنوك مهما امتلكت من تكنولوجيا وكوادر مصرفية متخصصة، كذلك لو لم يكن هناك تحرير لأسعار الصرف لما كان من الممكن ممارسة أعمال الهندسة المالية واستخدام المشتقات وغيرها من الأدوات المالية الحديثة . ويرى الأستاذ محمود عبد العزيز رئيس اتحاد بنوك مصر أن يقع على عاتق البنوك دور هام في دفع سوق رأس المال وفق مايلي :

١ ــ استمرار تكوين الشركات المساندة كشركة تقويم الأوراق المالية وشركة نشر المعلومات وشركة صنع الأسواق وشركة المقاصة والتسوية لضبط حركة السوق.

٢ ــ الاستجابة لطلبات البنوك الأجنبية في تمويل المشروعات الضخمة وجذب المدخرات الدولية لتسهم جنباً إلى جنب مع المدخرات المحلية في تأمين تمويل المشروعات مشيراً إلى أنه دور جديد على الطرفين حيث لم تكن البنوك الأجنبية راغبة من قبل في قبول أي خطر لمشروع مصري دونما ضمان من خلال البنوك (الأهرام الاقتصادي العدد ١٤٦٤ عام ١٩٩٧).

وعلى هذا الأساس فإن الرغبة في تطوير سياسة التمويل في المشروعات لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية يعتبر عنصراً هاماً بالنسبة لأي دولة وهكذا فالموضوع الخاص بتشجيع السوق المحلي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص. وهكذا يمكن القول أن تحسين الشكل الخارجي

للجهاز المصرفي وارتفاع مستوى خدماته وزيادة عدد الفروع وقربها من عامة الشعب في الدول النامية من شأنه أن يساعد على زيادة الادخارات، وبالتالي تغيير عادات الناس الادخارية في الذهب أو الاستثمار في العقارات. ولاشك أن رفع سعر الفائدة على المدخرات الصغيرة يعمل على جذبها إلى القطاع المصرفي، فإذا نجح القطاع المصرفي في امتصاص ١٠% من مدخرات القطاع الخاص فسوف يؤدي ذلك تلقائياً إلى زيادة فرص الاستثمار وبالتالي زيادة الدخل القومي بنسبة أكبر أو معادلة لها على الأقل (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩ , مكاوي ١٩٩٠) وفي الحقيقة فإن تجارب عدد من الدول النامية مثل كوريا الجنوبية وتايوان اللتان تبعتا سياسة رفع سعر الفائدة على الودائع الوطنية أدى إلى زيادة الودائع في البنوك التي عملت على إعادة توزيعها مرة أخرى في السوق المالي. أما تجربة البرازيل في رفع مستوى الخدمات المصرفية وزيادة عدد المؤسسات المالية العامة قد أدت إلى زيادة الودائع وبالتالي الادخارات المالية دون أن يكون هناك أي تأثير على سعر الفائدة أو إعفاء المدخرات من أي ضرائب (اتحاد المصارف العربية ١٩٧٦).

ويبدو واضحاً أثر تخلف الخدمات المصرفية في سورية من خلال عادات الناس الإدخارية التي تتجه إلى الاستثمار في الذهب والحلي أو في المشاريع الصغيرة والعقارات. وقد بدى واضحاً إمكانية تغيير عادات الناس هذه من خلال ما تبعه جامعي الأموال من إغراء الأفراد بفوائد عالية مما دفع الناس إلى بيع ما يملكونه من حلي ومجوهرات أو حتى عقارات وزجوها في جيوب جامعي الأموال أملين بالفوائد العالية. وهكذا يبدو واضحاً أن للمصارف دوراًكبيراً في جذب مدخرات الناس وتوجيهها نحو السوق المالية خصوصاً المصارف التي تقدم خدمات متطورة وميسرة للمواطنين وتكون قريبة منهم ومن خدماتهم لذلك لا بد من العمل على تحديث الخدمات المصرفية في سورية بحيث تشجع الناس على التعامل معها وذلك لما للمصارف من دور هام في خدمة أسواق الأوراق المالية.

٢- تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات:

بحيث يكون الهدف النهائي من تجميع المدخرات هو توجيهها نحو الاستثمار، وتعتبر السوق المالية سوقاً لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عمرانية أو قروضاً تتمثل في سندات وتتسم الأسواق المالية بالمرونة إذ ينقل المستثمر أمواله من مشروعات قائمة ليشتري أسهماً في مؤسسات أخرى في دور التكوين أو قائمة تسعى إلى التوسع، ومن ثم فإن الأسواق المالية تسعى

إلى تنمية الادخار وتشجيعه من أجل التنمية الاقتصادية (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩، مكـاوي ١٩٩٠) وتحقق البورصة للمستثمر أهم عوامل الاستثمار التي تشجع المستثمر علـى توجيـه مدخراته نحو الصكوك المتداولة فيها ألا وهي الأمان، المساواة السيولة (عبد الفضل محمد أحمـد ١٩٩٠) فالاستثمار في أوراق مالية من خلال البورصة يحقق قدراً من الأمان بأن الورقة الماليـة سوف تحصل على عائد بطريقة منتظمة وأن انخفاض هذا العائد أو انعدامه يعتبر أمـراً ثانويـاً فضلاً عن الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة على الأقل وضمان استرداد قيمتها. وتحقق البورصـة المساواة بين جمهور المتعاملين من خلال الحصول على بيانات معينة عن الشركات ألزمها القانون حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم، فالمساواة تقتضي العلانيـة بحيث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها ولذلـك تحـرص أغلـب التشريعات على محاربة المضاربة من جانب السماسرة والمتعاملين في البورصة لأن المضاربة تحـول دون تحديد سعر واقعي للأوراق المالية يتحقق من خلال قانون العرض والطلب. أمـا عـامل السيولة أي قابلية الأوراق المالية للتداول والتصرف في أي لحظة ودون أن يؤثر ذلـك علـى سعرها وأصحاب هذه الصكوك لايلجؤون إلى البورصات إلا لثقتهم التامة في أنهم يسـتطيعون بيع الأوراق المالية في أي وقت يريدون تحويل قيمتها إلى نقد سائل وبالسعر الجـاري ولـولا البورصات لظلت تلك الأموال معطلة أو لأودعها أصحابها في المصارف (أحمد مـراد كـاظم ١٩٦٠، طه عفيفي ١٩٣٤، عبد الفضل محمد أحمد ١٩٩٠). فالسيولة على هـذا النحـو تتفادى خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعيق وضـع وتسـخير المدخـرات في خدمـة الاقتصاد، فالمدخرات قد يحتاج إليها أصحابها مستقبلاً وهذا قد يدعوهم إلى الاحتفاظ بـأموالهم أو بجزء منها في صورتها النقدية السائلة سيولة مطلقة وهكذا حتى لا يخشى المدخرون توظيـف أموالهم في شركات مساهمة - لحاجتهم المحتملة إليها مستقبلاً - يلزم أن يكون في مقدورهـم التصرف في الصكوك التي تمثل أموالهم في أي وقت فلولا السيولة التي تحققها البورصة لما قبـل المدخر أن يوظف أمواله في شراء صكوك مدتها خمس عشرة سنة، فالمدخر يقبل على الاسـتثمار في صكوك كهذه لأنه متأكد من قدرته على التخلص منها بالبيع في أية لحظة شـاء. فـالهدف الجوهري للبورصة أن تكون في خدمة الإدخار والإستثمار فهي تسهل انتقال ملكيـة الأوراق المالية وتسهم في توفير التمويل اللازم للمشروعات الكبيرة ومن ثم تقوم بدور هـام في تعبئـة الاستثمارات. وقد لعبت الشركات المساهمة دوراً كبيراً في إحـداث سـيولة الصكـوك في البورصة. فبالنسبة لبعض أنواع النشاط الاقتصادي يلزم تجميع قدر كبير وضخم مـن رؤوس

الأموال، لذلك أمكن لمجموعة من الأفراد أو الأشخاص من خلال الاستعانة بالشكل القانوني للشركات المساهمة، تجميع أموال كثيرة من مدخرين عديدين لايعرف بعضهم بعضاً. ولما كانت أسهم الشركات المساهمة قابلة للتداول فقد أقبل الناس عليها إقبالاً عظيماً وصارت – بحكم ضآلة قيمة السهم – قادرة على تجميع الأموال الضخمة التي تلزم للمشروعات الكبيرة (Skousen ١٩٨٣). وقد رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة لجوء الحكومة إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب عن طريق إصدار سندات طويلة الأجل والأذونات التي تصدرها على الخزانة العامة بالقروض قصيرة الأجل وهكذا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لايقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى. ولما كانت هذه الصكوك قابلة للتداول بحيث تستبدل بالنقود في أية لحظة، فإن البورصات هي التي تجعل هذا الاستبدال ممكناً (د. زكريا أحمد نصر ١٩٨٥). وهكذا، نرى أن تحويل المدخرات إلى استثمار يعتبر من أهم وظائف أسواق رأس المال لكن المشكلة بالنسبة للدول النامية ليست في زيادة الادخار فحسب ولكن في تغيير الطريقة المستعملة في حفظه وهي الاكتناز، والمهمة الرئيسية اليوم في الدول النامية ومنها سورية هي تفجير طاقة هذا الادخار البدائي لينصهر مع الاستثمارات المنتجة. وقد لجأت بعض الدول إلى إجراءات متعددة من أجل استخلاص ادخار من مواطنيها وتحويلها إلى الاستثمار حتى أن بعض هذه المحاولات كان تعسفياً، حيث قامت الحكومة في مدغشقر باقتطاع نسبة من مرتب الموظفين مقابل منحهم أسهم شركات قومية، وفي تونس حيث أعطتهم سندات قومية مقابل اقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩). إلا أن كافة هذه المحاولات لم تنجح في جعل الادخار ينصهر لخدمة الاستثمارات الجديدة وذلك لصيغتها الإجبارية، وتلافياً لهذه الظاهرة اتجهت كثير من البلدان إلى إقامة أسواق مالية وأحاطتها بالكثير من الضمانات حماية لصغار المدخرين وتشجيعاً لهم على الاستثمار. إن المشروعات الكثيرة في الدول النامية تشكو من نقص التمويل الذي لايعود لقلة الإدخارات بقدر مايعود لخوف المدخرين وبالذات صغارهم من عدم تمكينهم من استرجاع الأموال في مشاريع متوسطة وطويلة المدى عند الاقتضاء، لذلك لابد من العمل على تنمية الوعي الاستثماري لدى جمهور الشعب من خلال تبسيط إجراءات التعامل في البورصة ووسائل الإعلام المختلفة والمتنوعة التي تنمي الفكر الاستثماري لأفراد المجتمع وتوضح لهم مزايا البُورصة والاستثمار في الأوراق المالية من خلالها. حيث إن بعض الدول الأوربية ومن أجل تنشيط سوق الأوراق المالية عملت على تخصيص أيام خاصة لزيارة الجمهور للبورصة مع شرح

عن كيفية العمل بها. كما تم إيجاد نوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغاً معيناً من المال وتقوم الجمعية باستثماره جماعياً لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية، وتشجع البنوك الأمريكية والسويسرية هذا النوع من الجمعيات بل تضعها تحت رعايتها الفنية وإمدادها بالنصائح والإرشادات (وجدي مخامرة، صناديق الاستثمار المشترك، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ١٩٩٧). وانطلاقاً من ذلك يمكن القول بأنه لا استثمار بدون ادخار ولا يمكن التعبئة الكاملة للإدخارات إلا من خلال أسواق الأوراق المالية. وهكذا، وحتى تتمكن الدول من تغيير عادة الاكتناز لدى أبنائها لابد من توافر شرطين اثنين:

١- وجود عدد كاف من الأوراق المالية المطروحة في السوق تسمح للمستثمر أن يختار الشكل الذي يناسبه منها وبطريقة ناجحة.

٢- وجود أسواق للأوراق المالية تسمح بتحويل هذا النوع من الادخار الطويل الأجل إلى مال نقدي. وتظهر أهمية هذه النقطة إذا علمنا مدى انتشار الأسهم والسندات في الدول المتقدمة والتي لديها بورصات حيث تدل الإحصاءات على أنه في فرنسا يوجد حامل سند من بين كل ثلاثين مواطن فرنسي ١ : ٣٠ وفي إنكلترا تصبح النسبة ١ : ٢٢ أما في أمريكا فالنسبة ١: ٧ أي أنه من كل سبع مواطنين أمريكيين هناك حامل سند أو سهم في السوق المالي الأمريكي. بينما في تونس مثلاً هناك حامل سند أو سهم من كل ٤٠٠ مواطن (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩، مكاوي ١٩٩٠).

٣- الاهتمام بوسائل الإعلام وتدقيق الرقابة فيها:

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد من أن يصحبه إعلان مناسب وعلى مستوى الوطن حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تتاح له لتوظيف أمواله، وحتى يمكن الحفاظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات، ويلزم لذلك ضرورة التدخل في حذف البيانات غير الصحيحة إذا ماكان هناك ضرورة لذلك. وعن طريق الإعلانات المنظمة يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها للاقتصاد القومي (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩). وتظهر أهمية وسائل الإعلام والبيانات التي تنشر عن الشركات إذا علمنا إنها الأساس في تحقيق السعر المناسب للأوراق المالية وبالتالي اكتفاء أسواق رأس المال. حيث إن السوق الكفء هو السوق الذي يتعدل بسرعة وبشكل عقلاني للمعلومات الجديدة وإن أسعار الأسهم دائماً تقفل بقيمتها الحقيقية. وأن أي معلومات جديدة تصل إلى السوق عن ورقة مالية ما تؤثر على سعر هذه

الورقة صعوداً وهبوطاً وذلك استناداً للمعلومات الـواردة (- Imad Al-Khalili, ١٩٩١
Dopouch ١٩٨٨).

٤- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد:

يعتبر هذا العامل من أهم العوامل في جذب رؤوس الأموال وتحويلـها مـن الادخـارات إلى الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل. وهذا العامل ذو أهمية أكبر بالنسبة للمستثمر العـربي والأجنبي حيث أن التقلبات السياسية وعدم الاستقرار من أهم العوامل التي تؤدي إلى هـروب رأس المال المحلي وبنفس الوقت عدم جـذب الرأسمـال الأجنـبي، وهـذا مـاحصل عـام ١٩٦٥/١٩٦١ عندما قامت دولة الوحدة ومن بعد حكومة الثورة بتأميم المشاريع التي كـانت قائمة آنذاك في سورية مما دفع أصحاب المشاريع غير المؤممة إلى تصفية مشاريعهم والهروب مـن القطر (عرودكي ١٩٧٢). إن الاستقرار السياسي في أي بلد يتطلب اتخاذ سياسات اقتصاديـة ومالية مستقرة، ولاغنى عن البيان في مدى أهمية هذه السياسات المالية والنقدية على أسـواق الأوراق المالية، لأن عدم الاستقرار النقدي وعدم التروي في الأمور المالية يخلقان شكوكاً ماليـة ربما أدت إلى إعاقة خطيرة لوظيفة السوق وأدائها. ومن ذلك أن التضخم النقدي غير المتوقـع يحول الثروة والدخل من المقرضين إلى المقترضين ويبعد المستثمرين عن الأوراق المالية فيتحولـوا إلى الأصول الحقيقية (ذهب، عقارات). وكذلك الأمر في المخاطر السياسية التي قـد تواجـه المستثمرين إضافة لمخاطر التأميم وإقدام الحكومة على فرض ضرائب مرتفعة، أو الحد من تحويل أرباح الأسهم ورؤوس الأموال للخارج (Duke مجلة التمويل والتنمية ١٩٩٣). ولاشـك أن استقرار العملة في دولة ما ومحاولة السيطرة على التضخم فيها يعتبران من المشجعات على تنقل رؤوس الأموال من دولة لأخرى.

إن مسألة الاستقرار السياسي هي من أهم العوامل التي تشجع على الاستثمار في سـورية، حيث أن المصداقية السياسية المتوفرة في القطر هي من أفضلها في العالم. أما ما تحتاجه البلد هـو إعادة النظر في الإجراءات والقرارات المتخذة في مجال النقد والرقابة عليه، من حيـث أسـعار الصرف المتعددة التي تؤدي إلى إرباك المستثمرين وخلق تشوهات في الاقتصاد الوطني بكافـة فروعه وأشكاله. كما أنه لابد من إلغاء القانون ٢٤ المتعلق بتداول العملات الأجنبية في سورية حيث إن هذا القانون يعتبر بمثابة السيف المسلط على رقاب المستثمرين، فلا يعقـل أن تبـذل الحكومة قصارى جهدها في جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبيـة للاسـتثمار في سـورية وبنفس الوقت يكون لديها قانون كهذا يكون من نتائجه زجّ من يكون لديه نقـد أجنـبي في

السجن (د. مأمون البحرة ١٩٩٦). لذلك لابد من اتخاذ إجراءات وقرارات تسهل عملية إدخال وإخراج النقد وتوحيد سعر الصرف وبالتالي تشجيع دخول الرأسمال العربي والأجنبي للاستثمار في سورية. وفي دراسة للمجلس القومي للإنتاج والشؤون الاقتصادية بالمجالس القومية المتخصصة في مصر أعدها علي نجم محافظ البنك المركزي الأسبق، يرى ضرورة تطوير التشريعات والقوانين التي تؤثر على العمل المصرفي ويقول: (أنه لو لم تتحرر أسعار الفائدة لما كان من الممكن الحديث عن تطوير لعمل البنوك (الأهرام الاقتصادي ١٩٩٧).

المبحث الثاني

العمليات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية والحسابات التي يمكن فتحها

إن فهم بنية السوق من قبل أي مستثمر والوظائف التي يقوم بها ليست إلا الخطوة الأولى لوضع وتطوير برنامج استثمار ما، إنه على المستثمر أن يكون قادراً على دخول السوق لتنفيذ عملياته. لذلك، عليه أن يفهم الإجراءات المطلوبة لتنفيذ الصفقات، وأنواع الطلبيات التي تأتي إلى السوق، ويدرك ويفهم النماذج الأساسية للطلبيات حتى يتمكن من إصدار أوامره للسمسار للقيام بعمليات البيع والشراء (Gitman ١٩٨٤). وهكذا، يرى الباحث ضرورة التركيز على الجوانب الهامة التالية في إجراء أي صفقة تجارية في سوق الأوراق المالية:

١- تبادل الأوراق المالية في السوق.

٢- أنواع الأوامر التي ترد إلى السوق.

٣- طبيعة الصفقات في سوق الأوراق المالية.

تبادل الأوراق المالية في السوق:

إن فهم قواعد وإجراءات التعامل في السوق تمثل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، لذلك فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإجراء صفقات ناجحة إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق. حيث يقوم المستثمر بإصدار أوامره إلى السمسار المرخص والمسجل في البورصة والذي يعمل لصالح مؤسسة سمسرة يكون لها مقعد في البورصات النظامية، فتقوم مؤسسات السمسرة بتنفيذ الأوامر المنقولة إليها من قبل السماسرة في مكاتب مبيعات متعددة. تُنقل أوامر الطلبيات من مكاتب المبيعات هذه إلى المكتب الرئيسي لمؤسسة السمسرة ولتكن ميرل لينش "Merril Lynch" مثلاً، التي تقوم بنقله إلى البورصة النظامية كبورصة نيويورك والبورصة الأمريكية حيث يتم تنفيذ تلك الأوامر. إن تأكيداً على تنفيذ الطلبية يُرسل إلى السمسار الذي تقدم بالطلبية والذي يرسلها بدوره إلى المستثمر (Gitman ١٩٨٤)،يقول فريدي باز أن أوامر الطلبيات يجب أن تتضمن مايلي:

١- الورقة المالية المطلوبة حيث يجب أن يذكر في أمر الطلبية الاسم الصحيح للورقة المالية المطلوبة كما هو وارد على لائحة التسعيرة حيث تكون الورقة مدرجة، إضافة إلى نوع الورقة المذكورة (سهم، سند).
٢- كمية الأوراق المالية المطلوب تداولها وبشكل واضح.
٣- تحديد أمر السعر: يمكن للعميل أن يحدد بأشكال عدة الشروط التي يرغب في أن يتم بها التداول، وتمرّر معظم الأوامر عادة "بالسعر الأفضل" أو تكون مقرونةً بحدٍ معين (فريدي باز ١٩٨٧).

أما في السوق غير النظامية فإن العمليات تنفذ من قبل صانع السوق "Market Maker" لهذه الورقة المالية ويكون متخصص في تلك الأوراق المالية. إن العمليات التي تتم في هذه السوق تنفذ بسرعة لأن "صانعي السوق" يحتفظون بمخزون للأوراق المالية التي يتعاملون فيها.

من الامور الهامة جداً بالنسبة للمستثمر هو اختياره للسمسار الذي يفهم أهدافه الاستثمارية والذي يمكنه بكفاءته أن يساعده على تحقيق أهدافه. فإذا تمكن المستثمر من اختيار السمسار الذي يحمل نفس ميوله ونوازعه، فإن ذلك يجنب الخلاف بينهما ويبني أرضيةً متينةً لعلاقات العمل. كما أنه على المستثمر فهم نوعية الخدمات المقدمة أو الممكن تقديمها من المؤسسة المسجل فيها السمسار وتكلفة تلك الخدمات (Gitman ١٩٨٤).

أما بالنسبة للمستثمرين اللذين يرغبون بإجراء الصفقات دون الاهتمام بالخدمات التي يقدمها السماسرة، فإنه يمكنهم اللجوء إلى سمسار الخصم. هؤلاء السماسرة يقومون بعمليات الخصم لزبائنهم دون تزويدهم بأي معلومات أو نصائح استثمارية. والصفقات تتم من خلال الاتصال على أرقام هواتف تكون على حساب السمسار نفسه، عندها يقوم سمسار الخصم بتأكيد أو قبول العملية من خلال جواب بريدي. إن من أكبر بيوتات الخصم في الولايات المتحدة الامريكية هي مؤسسة تشارلز شواب Charles S'chwab .

وأهمية أمر البورصة نابعة من أن العميل لايستطيع أن يجري صفقة بواسطة أي شخص آخر غير سمسار الأوراق المالية. لأنه لايجوز إلا للسمسار أو المندوبين الرئيسيين المقيدة أسماؤهم في جدول البورصة والوسطاء اللذين لهم حق التعاقد في الدخول إلى المقصورة* .

* لأنه وفقاً للمادة ٦٥ من القانون رقم ٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة للبورصات المصرية والمادة ١/٢ من القرار رقم ٤٦ لسنة ١٩٥٨ باللائحة الداخلية، يجب أن ينفذ كل أمر يصدر إلى

وقد حددت بورصة الأوراق المالية بالقاهرة بكتابها السنوي لعام ١٩٩١ نظام التعامل بأنه "يجب أن ينفذ في المقصورة كل أمر يصدر إلى السمسار وإلا اعتبرت العملية باطلة ولايجوز التعامل بورقة مالية أعلنت لجنة البورصة إيقاف التعامل عليها .... ولايجوز أن يدخل المقصورة إلا السماسرة والمندوبون الرئيسيون المقيدة أسماؤهم في جدول البورصة والوسطاء الذين لهم حق التعاقد .... وتخصص لجنة البورصة في المقصورة مكاناً لكل بيت سمسرة ويجوز لعمال الهاتف المقيدة أسماؤهم في الجداول التي تضعها لجنة البورصة أن يدخلوا المقصورة بناءً على طلب السماسرة اللذين يتبعونهم لإبلاغهم بما يتلقونه من أوامر" (بورصة الأوراق المالية بالقاهرة ١٩٩١).

إذن نقطة البدء في عمليات البورصة هي صدور أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره، يخطره فيه برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة. ويسمى الأمر أمر شراء إن كانت رغبة العميل هي الشراء وأمر بيع إن كانت رغبة العميل هي البيع. واختصاراً يطلق على هذه الأوامر بنوعيها أوامر البورصة (د. عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠).
وتحكم أمر البورصة قواعد تتعلق بشكله وشروطه وبياناته، وإلغائه، ومدة صلاحيته.

شكل أمر البورصة وشروطه وبياناته:

لما كان أمر البورصة تعبيراً عن إرداة العميل الآمر، فإنه يصح إصداره في أي شكل، ومن ثم يجوز أن يكون مكتوباً في صورة خطاب أو برقية أو شفوياً إذا ماصدر عن طريق الهاتف. وقد يصدر الأمر إلى السمسار مباشرة، وقد يصدر إليه بطريقة غير مباشرة كما لو تلقى السمسار الأمر عن طريق بنك العميل أو وسيط ثانوي. وعلى السمسار أن يتحقق من شخصية العميل مصدراً أمر البورصة ومن محل إقامته. أما إذا كان مُصدر الأمر بنك العميل، فيُعتبر البنك هو المسؤول عن الأمر كما لو كان بائعاً أو مشترياً لحسابة الخاص. ويجب أن يكون أمر البورصة واضحاً ومحدداً تحديداً كافياً حتى يتمكن السمسار من تنفيذه دون خطأ. ولذلك يلزم أن يكون أمر العميل متضمناً لطبيعة العملية بيعاً أو شراءً، حاضرة أم آجلة، والصك المراد التعامل بشأنه من حيث طبيعته. سهماً أم سنداً أم حصة تأسيس أم صك تمويل، ونوعه، والعدد المراد شراؤه أو بيعه والسعر والتاريخ والتوقيع متى كان أمر البورصة مكتوباً (Gitman ١٩٨٤).

سمسار الأوراق المالية في المقصورة، وإلا اعتبرت العملية باطلة (عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠).

مدة صلاحية أمر البورصة للتنفيذ:

قد يصدر أمر البورصة ليوم واحدٍ أو لمدة محددة. وإذا لم تحدد مدة، فإن الأمر لايبقى صالحاً لتنفيذه إلا يوماً واحداً أو حتى اليوم التالي إذا ماصدر بعد إقفال البورصة. فالمادة ٦٨ من القانون المصري رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ تنص على أن يظل أمر البورصة قائماً طوال الجلسة مالم يتفق على غير ذلك. فالأصل أن يبقى الأمر سارياً لجلسة واحدة من جلسات البورصة. وعلى ذلك، إذا تلقى السمسار أمراً مساء الإثنين أو صباح الثلاثاء، ولم يتم تنفيذه يوم الثلاثاء أصبح باطلاً ولم يجز تنفيذه في جلسة الأربعاء إلا إذا اتفق على غير ذلك (محمد أحمد ١٩٩٠).

إلغاء وتعديل أمر البورصة:

ويمكن للعميل أن يلغي أمر البورصة بعد إصداره أو إدخال تعديل عليه يتعلق بالسعر أو عدد الصكوك المراد بيعها مثلاً، ويلزم أن يبلغ العميل السمسار بقراره بالإلغاء أو التعديل قبل افتتاح جلسة البورصة التي كان مزمعاً تنفيذ الأمر فيها (محمد أحمد ١٩٩٠، صادق حنين).

أنواع أوامر السوق:

قبل أن يقوم السمسار بأي عملية فإنه يتلقى من عميله أوامر محددة تتعلق بالصفقة التي يرغب في إجرائها، وغالباً ماتعتمد الصفقة على أهداف المستثمر وتوقعاته المحتملة للصفقة المعطاة. وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية:

١- الأوامر التي تتعلق بسعر التنفيذ price limit of order :

وهي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يضعه العميل هو الأساس في تنفيذ الصفقة أو عدمه سواءً في حال البيع أو الشراء. وقد يكون أمر العميل للسمسار أن ينفذ الصفقة بأحسن سعر يكون في السوق في وقت استلام الصفقة وقد يكون الأمر محدداً بسعر معين يطلبه العميل لتنفيذ الصفقة (أحمد مراد كاظم ١٩٦٠، فريدي باز ١٩٨٧). وذلك بأن يطلب العميل من السمسار أن يشتري أسهماً بسعر معين أو أقل أو أن يبيع بسعر معين أو أكثر عند استلام الطلبية. وهناك نوعان لهذه الأوامر:

آ- أمر السوق Market order:

هو الأمر الذي يرسله العميل للسمسار ويكون مضمونه أن يشتري أو يبيع بأفضل سعر ممكن حين استلامه الطلبية (Gitman ١٩٨٤). وتعتبر هذه الأوامر أسرع الصفقات التي تتم في السوق كون أن الطلبيات حسب سعر السوق تنفذ فور وصولها إلى أرض البورصة

أو حين وصولها إلى بيوتات السمسرة (هندي ١٩٩٣). وبسبب السرعة التي تنفذ فيها الطلبية، فإن البائع أو المشتري للأوراق المالية يمكن أن يكونا متأكدين من أن الأسعار التي نفذت فيها الصفقة قريبة جداً من الأسعار المعلن عنها في السوق حين وصول الطلبية. إن أهم مزايا هذا النوع من الصفقات هو السرعة وضمان التنفيذ. إلا أن أهم عيوبها، أن المستثمر لايعرف السعر الذي سينفذ به الأمر عند إخطاره، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق.

ب- الأمر المحدد Limit order:

يحدد معطي الأمر بنفسه السعر الذي يرغب في أن يتم به التداول. ويكون هذا السعر سعراً أقصى في حال الشراء وسعراً أدنى إذا كان البيع هو المقصود. بتعبير آخر لايمكن تنفيذ الأمر إلا إذا كان السعر في البورصة مساوياً أو أدنى من السعر المحدد للشراء, ومساوياً أو أعلى من السعر المحدد للبيع (فريدي باز ١٩٨٧، هندي ١٩٩٣). ولتنفيذ الصفقة، يقوم السمسار بإرسال الصفقة إلى مختصين يتعاملون في هذا النوع من الأوراق المالية في أرض البورصة. يقوم المختصون بأخذ المعلومات عن الأوراق المالية من حيث عددها والسعر المطلوب. يتم تنفيذ الصفقة في حال وصول سعر السوق إلى السعر المطلوب أو أكثر في حال البيع أو السعر المطلوب أو أقل في حال الشراء. وتنفذ الصفقة حسب الأسبقية في الوصول إلى السوق، وتطبق قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً، وهذا يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن وذلك إذا كان ترتيبه متأخراً. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر أن المستثمر يعرف بشكل مسبق الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها في حال الشراء والحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حال البيع. إلا، أن أهم عيوبه هو أن الصفقة قد لاتنفذ كون السوق قد لايصل إلى السعر المطلوب شراءً أو بيعاً.

٢- أوامر تتعلق بوقف التنفيذ Time limit of order:

في هذا النوع من الأوامر يكون الزمن هو الأساس وقد تكون مدة الأمر ليوم واحد أو شهر أو اسبوع وقد يكون مفتوحاً ليس لها تاريخ محدد لتنفيذه.

آ- أوامر محددة بيوم واحد Day order:

وهو الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم. فإذا تسلم السمسار الأمر الساعة العاشرة صباحاً فإنه يبقى ساري المفعول إلى أن تُغلق البورصة أبوابها في نفس اليوم (French ١٩٨٩). وكقاعدة عامة يعتبر الأمر ليوم واحد مالم ينص صراحة على غير

ذلك. كذلك يعتبر أمر السوق بطبيعته أمراً محدداً بيوم واحد، طالما أنه لايحدد سعراً محدداً للتنفيذ. إن مايميز هذا النوع من الأوامر هو ملاءمته لظروف المستثمر. لأن مايلائمه في يوم ما قد لايلائمه في يوم آخر خصوصاً وأن ظروف السوق وظروف الصناعة في تغيير دائم ومستمر (Fischer ١٩٨٧).

ب- أمر محدد بأسبوع أو شهر Week or Month order:

بالنسبة للأمر المحدد بأسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه الأمر. فإذا صدر الأمر يوم الإثنين أو الثلاثاء فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة نيويورك، وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية. أما بالنسبة للأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه. فإذا صدر الأمر يوم ١٤ آذار فإنه ينتهي بنهاية ٣١ آذار. وقد تتحدد مدة الأمر بفترة أكبر من ذلك شهرين أو ثلاثة أو أكثر. بل وقد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح (Fischer ١٩٨٧).

جـ- الأمر المفتوح Open order or Good-Till canceled:

وهو الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاءه. وفي بورصة نيويورك ينبغي على المستثمر تجديد الأمر كل ستة أشهر (Francis ١٩٨٦). هذا ويرتبط بالأمر المفتوح نوعين من المخاطر، مخاطر النسيان ومخاطر تغيير المعلومات فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمراً مفتوحاً نظراً لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، وحتى إذا مانبهه السمسار بوجود الأمر فقد لايكون الوقت ملائماً لتنفيذه. وفي حال وصول معلومات مشجعة عن المنشأة التي أصدرت الورقة، تعطى الأفضلية لأوامر البيع المحددة التي سبقت الإشارة إليها، بينما قد لاتتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة. وإذا ماوصل السوق معلومات من شأنها أن تخفض القيمة السوقية للورقة؛ حينئذ ستستفيد منها أوامر الشراء المحدد بينما قد لاتتاح فرصة لأوامر الشراء المفتوحة.

٣- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

هي نوع من الأوامر يرتبط فيها تنفيذ الصفقة بزمن معين وسعر معين وهي على نوعين:

الأول: أن يكون الأمر محدداً للسعر وزمن التنفيذ وفيه يكون الأمر محدداً للسعر ويشترط أيضاً فترة زمنية محددة لتنفيذ الصفقة قد يكون يوماً أو شهراً أو أكثر وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر Limit order ومزايا الأوامر المحددة للزمن Day, Week or Month order (هندي ١٩٩٣).

والثاني: هو الأمر المفتوح في حدود سعر معين وهي الأوامر التي لايحدد لها فترة زمنية للتنفيذ Open order. إلا أنه يشترط لإتمام الصفقة أن يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحددة المستثمر أو سعر أفضل منه. ويتلاءم هذا مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كاف للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها. إلا أن أهم عيوبه، إذا كان السعر المحدد أعلى قليلاً في حال الشراء أو أقل قليلاً في حال البيع عن السعر المحدد فإنه لن يُنفذ على الإطلاق.

٤- الأوامر الخاصة:

من أبرز الأوامر الخاصة، أوامر الإيقاف، وأوامر الإيقاف المحددة، ثم الأمر الذي يترك فيه للسمسار أن يتصرف بحرية حسب مقتضى الأحوال.

آ - أمر الإيقاف **Stop-loss order** وهو الأمر الذي يتعلق ببيع أوراق مالية حين يصل سعرها السوقي إلى مستوى ما أو ينخفض عنه (Gitman ١٩٨٤). إن أوامر الإيقاف هذه تستخدم مع الأوراق المالية المملوكة حديثاً. وتستخدم في حالتي البيع والشراء، فإذا توقع المستثمر أن الأسعار ستنخفض فإنه يصدر أمراً للسمسار أن يبيع بسعر ما غالباً مايكون أقل من سعر السوق في حال إصدار الأمر متوقعاً أن الأسعار ستنخفض أقل من ذلك. ولوقف الخسائر عن حد ما يصدر أمره ذلك، وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة عند السعر الذي حددة المستثمر يبقى لزاماً عليه تنفيذ الصفقة بأحسن سعر ممكن وبالتالي يتحول الأمر إلى أمر السوق **Market order**. أما في حال الشراء فإن المستثمر يطلب من السمسار أن يشتري أسهماً بسعر ما متوقعاً أن الأسعار سترتفع أكثر من السعر الذي حدده للسمسار. وإذا لم يتمكن السمسار من الشراء ضمن السعر الذي حدده المستثمر فإنه يصبح لزاماً عليه الشراء ضمن أحسن الأسعار الممكنة وبالتالي يتحول الأمر إلى أمر السوق. وغالباً مايلجأ المستثمر إلى هذه الأوامر في حال توقعه انخفاضاً سريعاً في الأسعار كي تحميه من المؤثرات السلبية لهذا الإنخفاض.

ب- أوامر الإيقاف المحددة: وفيه يصدر العميل للسمسار أمراً محدداً سواءً في حال الشراء أو في حال البيع وإذا انخفضت الأسعار عن السعر المحدد في حال البيع فإن السمسار لايمكنه البيع بأقل من السعر المحدد من قبل المستثمر، وأيضاً في حال ارتفاع الأسعار عن السعر المحدد للشراء فإن السمسار لايمكنه الشراء. ويتم تنفيذ الأمر في حال

إصداره للسمسار حيث يقوم السمسار بنقل هذا الأمر إلى مختصين في صالة البورصة، ويقوم المختصون بأخذ ملاحظاتهم عن الأسهم وعددها والسعر المحدد للبيع أو الشراء. وأن الأمر ينفذ في حال وصول الأسعار إلى السعر المحدد أو سعر أفضل منه. ويتم تنفيذ الأوامر حسب الأسبقية وأن الطلبية المحددة للسعر تبقى سارية حتى تاريخ معين أو تُلغى.

جـ- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:يترك فيه للسمسار أن يستخدم حكمته ومعرفته في حال شراء أو بيع الأوراق المالية لصالح زبائنه. وغالباً، ماتكون مؤسسات تداول الأسهم ضد هذا النوع من الأوامر وتسمح به فقط حين يكون الموظف السمسار في مؤسسة السمسرة مكلفاً بمهمة الإشراف أو المراقبة لهذا النوع من الأسهم (Gitman ١٩٨٥). وغالباً ماتكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة شراءً أم بيعاً، وتوقيت تنفيذها. إن أكثر النماذج تقييداً لهذا النوع من الأوامر تسمح للسمسار أن يبيع أو يشتري كمية محددة من الأسهم في الزمان والسعر الذي يعتقد فيه السمسار أنه لمصلحة زبونه (Gitman ١٩٨٥). إن قرار إعطاء السمسار هذا النوع من الأوامر يعتمد على مدى ثقة المستثمر بالسمسار ومدى كفاءة السمسار وأمانته وقدرته على الحكم. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هي إعطاء السمسار قدراً كافياً من المرونة يمكنه التصوف بسرعة لاغتنام الفرص المواتية دون انتظار لأمر محدد من العميل ويلجأ العميل إلى هذا النوع من الأوامر حين لايكون لديه الوقت الكافي ليشغل نفسه بمحفظة أوراقه المالية. وبنفس الوقت فإن كثيراً من السماسرة لايرحبون بهذا النوع من الأوامر لأنها تزيد من عبء العمل لديهم إضافةً إلى خشيتهم من تنفيذ بعض الأوامر قد لايأتي بالنتائج المرضية للمستثمر.

وهكذا، بعد أن يرسل العميل إلى سمساره أمراً من أجل صفقةٍ محددة أو غير محددة، تأتي المرحلة الثانية وهي فتح الحساب الضروري لتنفيذ العملية.

فتح الحساب:

إن فتح الحساب لدى السمسار يُنشئ علاقةً قانونيةً بين المستثمر والسمسار. يكون لدى السمسار وثائق متعددة يقوم المستثمر بملئها والتوقيع عليها، منها بطاقة خاصة يوقع عليها المستثمر، وبطاقة

أخرى تتعلق بمعلومات خاصة أو شخصية عن المستثمر، فالزبون يُعطي السمسار المعلومـات الـتي يحتاجها كي يحدد لها نوع الحساب. كما أنه على سمسار الأوراق المالية أن يفهم بشـكل معقـول وضع الزبون المالي حتى يتمكن من تقدير أهدافه الاستثمارية وأن يكون متأكداً من أن المستثمر قادرٌ على دفع المترتب عليه من الصفقات. إضافةً إلى المعلومات الشخصية، فإن المعلومات ذات العلاقـة بملكية الأوراق المالية وتمويلها يجب أن تُعطى إلى السمسار أيضاً (Gitman ١٩٨٣، عبد الفضيـل محمد أحمد ١٩٩٠). كما أنه يمكن للمستثمر أن يفتح حسابات مع أكثر من سمسار حتى يستفيد من آرائهم المتعددة.

نماذج الحسابات:

هناك أنواع متعددة من الحسابات يمكن للعميل فتحها مع السمسار من أهمها:

١- حساب فردي أو حساب مزدوج Single or Joint.

٢- حساب نقدي أو نقدي جزئي للمشتريات Cash or Margin.

٣- حساب حسب مقتضى الأحوال Discretionary.

٤- حساب بصفقات كسرية أو صفقات غير كسـرية odd-Lot or round Lot Transaction.

١- حساب فردي أو حساب مزدوج Single or Joint :

قد يكون الحساب الذي يفتحه المستثمر لدى السمسار حساب فردي أو حساب مزدوج. فالحسابات المزدوجة تكون على الأغلب بين الزوجين أو الأهل والأولاد. أما حساب القاصر (وهو الذي عمره أقل من ١٨ سنة) فهو حساب وصاية والذي يكون فيه الأهل أو الوصي القانوني جزء من أي عملية يقوم بها. وفي بعض الأحيان يكون لدى الزوجان حسابان، حساب فردي لكل منهم وحساب مزدوج للإثنان معاً. بغض النظر عن صيغة الحساب المعمول به فإن اسم أو أسماء أصحاب الحساب تُستعمل من أجل التعرف على الحساب وتحديده.

٢- حساب نقدي أو حدي Cash or Margin account :

إن الحساب النقدي هو الحساب الذي يمكّن المستثمر من إجراء صفقات نقدية فقط، وهو النموذج الشائع للحسابات في البورصة. وبموجب هذا النوع من الحسابات يمكن للمستثمر أن يقوم بصفقات عن طريق الهاتف حتى ولو لم يكن لديه النقود الكافية أثناء قيامه بالصفقة. لأن المستثمرين لديهم الحق بخمسة أيام عمل حتى يسددوا قيمة الصفقات للسمسار وبنفس الوقت فإن للسمسار الحق أيضاً في خمسة أيام عمل كي يسدد ماتراكم لديه من نقود نتيجة بيع الأوراق المالية في حساب الزبون. أما الحساب الحدي، فهو الحساب الذي يسمح للزبون أن يقترض من مؤسسة السمسرة مبلغاً يغطي الفرق بين مايدفعه وبين قيمة الأوراق المالية المشتراة. إن مؤسسة السمسرة تقرض الزبون مبلغاً يكون متفقاً عليه حين فتح الحساب مقابل أن تبقى الأوراق المالية المشتراة مرهونةً لدى مؤسسة السمسرة، ويشكل هذا المبلغ جزءاً من قيمة الصفقة المشتراة. قبل فتح الحساب الحدي تقوم مؤسسة السمسرة بإجراء تقييم لمقدرة الزبون التسليفية، وهي وبشكل طبيعي سوف تُحمّل الزبون فائدة محددة ومتفق عليها على مقترضاته.

٣- حساب تفضيلي أو حساب مقتض الأحوال Discretionary account :

بموجب هذا النوع من الحسابات، يكون للسمسار حرية استخدام حكمته وخبرته ليشتري ويبيع لصالح عميله، إلا أن البورصات المنظمة لاتسمح بهذا النوع من الحسابات، إلا إذا كان أحد موظفي مؤسسة السمسرة يكون مسؤولاً عن التوجيه والنصح في هذا النوع من الحسابات. بموجب الحساب التفضيلي هذا يسمح للسمسار أن يشتري أو يبيع كمية محددة من الأوراق المالية (محددة من قبل العميل) في الزمن والسعر الذي يعتقد فيه السمسار أنه من مصلحة المستثمر. إن القرار بإعطاء السمسار هذه الميزة يعتمد على ثقة الزبون في سمساره،

وعلى الوقت الذي يخصصه الزبون لعمليته التجارية. إن حساباً كهذا غالباً مايتم من قبل زبائن أثرياء ليس لديهم الوقت الكافي وليس من قبل زبائن عاديين.

أنواع الصفقات التي تتم في السوق وحجمها:

إن الصفقات التي تتم في البورصة من الممكن أن تنشأ بصفقات كسرية أو صفقات غير كسرية. إن الصفقات أو الأوامر الكسرية **odd Lots** تتشكل من أقل من ١٠٠ سهم، بينما تتشكل الأوامر غير الكسرية **round Lots** من ١٠٠ سهم أو مضاعفاتها. وهكذا، إذا كانت الطلبية مثلاً تتألف من ٢٥ سهماً فإنها تكون من النموذج الكسري **odd Lots**، أما إذا كان الأمر ٢٠٠ سهم عندها يكون النموذج الغير كسري **round Lots**، أما إذا كانت الطلبية ٢٢٥ سهماً مثلاً فإن الأمر يكون شاملاً لكلا الأمرين الكسري **odd Lots** وغير الكسري **round Lots** بحيث يشمل الأمر غير الكسري ٢٠٠ سهم وأمر كسري ٢٥ سهماً (هندي ١٩٩٣ و **Gitman. ١٩٨٥**). وغالباً ماتكون تلكفة السهم داخل العملية الكسرية أكبر من مثيلاتها داخل الكمية غير الكسرية وذلك لسببين:

الاول: أن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية.

الثاني: فيتمثل في أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة مايضاف إليه بنسبة إضافة تسمى **Odd Lots Differential** ففي الأسواق الأمريكية يتحدد سعر السهم داخل الكمية الكسرية على أساس سعر السهم داخل الكمية غير الكسرية مضافاً إليه في حالة الشراء أو مخصوماً منه في حالة البيع قيمة قدرها ١/٨ نقطة أي ١/٨ دولار. وفي السنوات الأخيرة أصبح إضافة فرق السعر مسألةً اختيارية في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية (هندي ١٩٩٣). وفي مؤسسة ميريل لينش لاتُضاف أي قيمة إلى سعر السهم داخل الكميات. إن التعامل في الأوامر الكسرية غير مسموح بها في بورصة نيويورك، وإن كان يمكن التعامل بها بطرق أخرى فيمكن للسمسار أن يحتفظ بالأمر الكسري وينتظر ورود أوامر أخرى بحيث يمكن تجميعها في أمر غير كسري يتم تنفيذه وتقسيمه على الأطراف المشاركة. ويمكن للسمسار تلبية الأمر من خلال المتخصصين أو تجار الطلبيات الصغيرة أو من خلال بيوتات السمسرة التي تتعامل مع السوق غير النظامية.

طبيعة الصفقات في سوق الأوراق المالية:

إن المقصود بطبيعة الصفقات أو التبادل في سوق الأوراق المالية هو نوع العمليات التي تتم في السوق. وهناك معياران للتفريق بين أنواع العمليات المختلفة التي تتم في السوق المالية وهما:

١- نوع السلعة.

٢- زمن إنجاز الصفقات.

فالمعيار الأول يبحث في نوعية السلعة التي تقدمها السوق بحيث يُميّز بين عمليات تتم على سلع وموجودات ملموسة مثل العقارات، الذهب، والبضائع على اختلافها كالقطن والقمح والنفط وغيرها ومعدات رأس المال، وعمليات تتم على سلع مالية تمثل حق ملكية أو حق دين مثل الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى.

أما المعيار الثاني: فإنه يبحث في زمن العمليات التي تتم في البورصة حيث أنها تنقسم إلى:

عمليات بورصة حاضرة.

عمليات بورصة آجلة.

عمليات البورصة الحاضرة: هي عمليات يتم تنفيذها فوراً عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية فور إتمام الصفقة ودفع ثمنها. وتشتمل هذه الأوراق على أسواق رأس المال المنظمة، كما تشمل على أسواق رأس المال غير المنظمة.

عمليات البورصة الآجلة: هي العمليات التي يكون موضوعها عقود تتضمن التسليم الآجل لبضائع أو عملات أجنبية أو صكوك مالية في أسعار محددة وضمن مدة زمنية محددة والتي تباع وتشترى في عمليات تبادل متنوعة (Gitman ١٩٨٥). إنها عمليات تنعقد في الحال ولكن يتأخر تنفيذها لتاريخ لاحق يُعرف بتاريخ التصفية. فالبائع والمشتري يتعاقدان على نوع من الصكوك المباعة وعددها وثمنها، ولكن يتم التسليم الفعلي للصكوك والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق. فالعمليات الآجلة تتميز بوجود فاصل زمني بين لحظتي إبرام العقد وتنفيذه (عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠).

إن مضمون هذه العقود هو تعهدٌ بتنفيذ العقد من حيث تسديد المتبقي من قيمة العقد وتسليم البضاعة محل العقد حين التصفية وهي الزمن المتفق عليه بين البائع والشاري.

فالبائع وافق حسب العقد أن يقوم بإرسال البضائع مستقبلاً وبتاريخ الإتفاق، والمشتري وافق على قبولها. وكل عملية تتضمن المواصفات الخاصة بها من حيث الكمية والنوعية وتاريخ وإجراءات التسليم. ووفق هذه العمليات يقوم المشتري بدفع جزء من قيمة الصفقة على سبيل التغطية لضمان

حسن إنجاز العملية وهذه النسبة تقررها السلطات الوصية على البورصات (فريدي باز وزميله ١٩٨٧). والمدة القصوى للعقود المستقبلية سنة أو أقل إلا أن هناك بعض البضائع والمستندات المالية مثل الفضة وسندات الخزينة تصل حياتها إلى ثلاث سنوات (Gitman ١٩٨٤).

والمتعاملون في عمليات البورصة هذه نوعان:

١- نوع ينوي تنفيذ العقد فعلاً عن طريق تسليم الصكوك والوفاء بثمنها فهذا النوع من المتعاملين ينتظر موارد معينة يحصل عليها قبل يوم التصفية، يستخدمها في الوفاء بالثمن إن كان مشترياً، أو ينتظر صكوكاً تؤول إليه أو تكون تحت يده قبل هذا اليوم يقوم بتسليمها.

٢- نوع من المتعاملين يضارب على فارق سعر الشراء وسعر البيع في لحظة تالية قبل التاريخ المحدد للتصفية. ومن هنا يقوم هؤلاء المتعاملون بشراء صكوك دون حاجة إلى أن يكون لديهم، لحظة التعاقد، المال الازم لدفع الثمن، وفي الفترة التي تفصل إبرام العقد عن تنفيذه، يقومون بإعادة بيع الصكوك التي اشتروها، وتتم التسوية بطريقة المقاصة. وبالمثل يمكن بيع صكوك بالأجل لم يتم شراؤها بعد، لأن البائع على المكشوف يستطيع أن يشتري الصكوك في البورصة قبل الميعاد المحدد للتسليم فهذا النوع من المعاملين قد يكونون مضاربين، على ارتفاع السعر، ومن ثم ينوون إعادة بيع الصكوك التي سبق لهم شراؤها، بحيث تتمخض العملية في النهاية عن دفع الفرق بين ثمن الشراء وثمن البيع دون أن يتم استلام وتسليم، حيث تتم المقاصة بين العميل الآمر وسمساره بين ثمن الشراء وثمن البيع. فإذا خابت توقعات العميل وهبطت الأسعار، فإن المشتري يأمر سمساره بإجراء عملية عكسية، أي بيع الصكوك المشتراة بسعر يقل عن سعر الشراء، ومن ثم يدفع إلى السمسار الفرق. فالعميل في الحالتين لم يتسلم صكوكاً، ولم يدفع ثمناً، بل حاسب سمساره على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في الحالتين. أما السمسرة فهي تخصم من الفوق في حالة صعود الأسعار، وتضاف إلى ثمن الشراء في حال الهبوط (عبدا لقضيل محمد أحمد ١٩٩٠). وبالعكس قد يكونون مضاربين، على النزول في الأسعار، يبيع المتعامل فيهم صكوكاً لايمتلكها وينوي شراءها عندما تهبط الأسعار قبل يوم التصفية. فإن تحقق توقعه كان ربحه هو الفرق بين ثمن البيع وثمن الشراء بسعر أقل. أما السمسرة، فهي تخصم من الفرق في حالة هبوط الأسعار، وتضاف إلى ثمن البيع في حالة ارتفاعها (المرجع نفسه). وتنقسم العمليات التي تتم في السوق الآجلة إلى:

١- السوق المستقبلية Future Market :

هي السوق التي يتم فيها عقد صفقات تتضمن حقوقاً والتزامات يكون المشتري والبائع فيها ملزمين بتنفيذها بحيث لايستطيع المتعاقدون العدول عن تنفيذها. والمضارب الذي تخيب توقعاته يمكنه أن يبيع ماكان قد اشتراه قبل فترة التصفية وذلك إذا توقع استمرار انخفاض السعر وذلك من أجل تخفيف أثر خسارته. إلا أن هناك عمليات بورصة آجلة مشروطة يشترط فيها أحد طرفي التعاقد حق العدول (عبد الفضيل ١٩٩٠).

٢- أسواق الخيارات Options :

هي أوراق مالية تعطي المستثمر فرصة أن يشتري أوراقاً ماليةً أو حقوقاً ملكية بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة. هذه الخيارات يتم الحصول عليها واستخدامها من قبل المستثمرين في أساليب متعددة ولأسباب متعددة. على الغالب فإن هذه الخيارات تُشترى لتحقيق أرباح رأسمالية نتيجة الزيادة المتوقعة في أسعار الأسهم. إن مشتري هذه الخيارات لايضمن أي عائدٍ ومن الممكن أن يخسر كامل المبلغ المستثمر، إما لأن الخيار لم يصل لمرحلة يكون فيها مجدياً للاستخدام، أو لأن عمر الخيار قد انتهى قبل أن يصبح مجدياً. هناك ثلاث أنواع رئيسية من الخيارات هي (Gitman ١٩٨٥):

١- حق شراء السهم بسعر منخفض Right.

٢- صكوك الشراء اللاحقة لأسهم المنشأة (الضمان) Warrant.

٣- اختيار البيع Put واختيار الشراء Call.

١- حق شراء السهم بسعر منخفض Right :

هو نوع خاص من الخيار له عمر قصير. غالباً لايتعدى عدداً من الأسابيع. بشكل جوهري فإن هذه الخيارات تنشأ عندما ترغب الشركات بالحصول على النقود من خلال إصدار أسهم. من وجهة نظر المستثمر، فإن هذا الخيار يُمكن حامل الأسهم أن يشتري أسهماً من الإصدار الجديد بسعر محدد، خلال فترة محددة أيضاً. بالرغم من أنها لم تصمم بشكل خاص من أجل المضاربة أو لاستخدامها كأداة للإتجار، إلا أنها تملك قيمة ويجب ألا يُلقى بها إلى الإهمال (Gitman ١٩٨٥). ولتوضيح ذلك، نفترض أن شركة لديها (١ مليون) سهم من الأسهم العادية وقررت إصدار /٢٥٠,٠٠٠/ ألف سهماً جديداً. يتم استخدام هذه الخيارات من قبل الحامل لشراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية. ولما كان يحق لحامل كل سهم من الأسهم العادية أن يحصل دون أي نفقات من خلال إصدار الشركة، حق خيار واحد لكل سهم من

الأسهم التي يملكها عند إصدار الخيار، فإنه بموجب مثالنا يحتاج كل حامل سهم إلى أربع خيارات لشراء سهم جديد من الأسهم المصدرة. ويتم إتباع هذا الإجراء عندما يكون لحاملي الأسهم الحاليين الحق في الحفاظ على نسبة الملكية في الشركة هذا الإمتياز يسمى بحق الشفعة لمالكي الأسهم (Preemptive Right).

وغالباً ماتكون أسعار الأسهم التي تشترى بموجب هذا الخيار أقل من سعر السهم السوقي وتسمى هذه الأسعار بأسعار الإشتراك (Subscription Price). ويتم تحديد قيمة الخيار وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة الخيار} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم القديم} - \text{سعر الإشتراك للسهم الجديد}}{\text{عدد الخيارات المُحتاجة لشراء سهم جديد}}$$

نفرض أن سعر السهم القديم كان ٥٠ دولاراً وأن سعر الإشتراك للأسهم الجديدة يساوي ٤٠ دولار، وكما نعلم نحتاج إلى أربع خيارات لشراء سهم واحد، فيكون قيمة الخيار حسب المعادلة هو ٢,٥ دولار:

$$\text{قيمة الخيار} = \frac{٥٠-٤٠}{٤} = \frac{١٠}{٤} = ٢,٥ \text{ دولار}$$

(Gitman ١٩٨٥).

٢- صكوك الشراء اللاحق لأسهم المنشأة (الضمان) Warrant :

هذا النوع من الخيار يشبه الخيار السابق من حيث أنه يعطي حامله الفرصة أن يشتري عدداً محدداً من الأسهم العادية بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة. إلا أن هذا الخيار يختلف عن الخيار السابق بثلاث أمور:

١- أن سعر الإشتراك (عند الإصدار) أعلى من سعر السوق للأسهم القديمة للمنشأة.

٢- كل خيار من هذه الخيارات يعطي الحق بشراء سهم واحد أو أكثر من الأسهم المصدرة.

٣- إن عمر هذا الخيار بشكل نموذجي بين ٢ - ١٠ سنوات وفي بعض الحالات ليس لها عمر محدد. على سبيل المثال، أن خيار وارنت لشركة جنرال يمكن أن يسمح حامله أن يشتري ثلاثة أسهم من أسهمها بسعر ٨٠ دولاراً للسهم في أي وقت قبل كانون الثاني من عام ١٩٨٩. فعندما ترتفع الأسعار السوقية لأسهم الشركة أكثر من ٨٠ دولاراً للسهم، عندئذ يكون لهذا الخيار قيمة، لأنها تسمح لحاملها بشراء أسهم الشركة بأقل من

سعر السوق وإعادة بيعها بسعر السوق وبذلك يحقق حاملها الفرق بين سعر الخيار وسعر السوق (Gitman ١٩٨٥).

إن هذا النوع من الخيار لايمثل حصةً من رأس المال للشركة المصدرة، فهي لاتمنح الحق في التصويت ولا بأي نصيب من الأرباح. وهي أيضاً ليست سندات ممثلة لقرض معين، فهي غير مولدة للفوائد (فريدي باز). إن البورصة التي تتعامل بهذا النوع من الكفالات أو الضمان هي بورصة الأوراق المالية الأمريكية (American stock exchange).

اختيار البيع **Put Option** :

هو الخيار بأن تبيع مثلاً مئة سهم من الأسهم العادية بتاريخ معين أو قبل التاريخ المعين وبسعر محدد (Gitman ١٩٨٥). أغلب خيارات البيع هذه لها عمر يتراوح بين الشهر الواحد والتسعة أشهر وأحياناً سنة واحدة. إن أسعار هذا الخيار غالباً ماتوضع قريبة من السعر السوقي لأسهم المنشأة في التاريخ الذي تم إصدراها فيه. المستثمرون يشترون خيار البيع عندما يتوقعون أن أسعار الأسهم ستنخفض. لتوضيح ذلك نفترض أننا يمكننا شراء خيار البيع (Put) لنبيع مئة سهم بسعر ثابت خمسين دولار للسهم. بسعر الخيار خمسمائة دولار. الآن وبما أننا مشترون لخيار البيع، نرغب أن تنخفض أسعار الأسهم، عندها يمكننا استخدام الخيار كطريقة لجني النقود. لنفترض أن توقعنا قد حصل وأن الأسعار انخفضت إلى خمسة وعشرين دولاراً للسهم، عندها يمكننا أن نذهب إلى السوق ونشتري مئة سهم بسعر خمسة وعشرين دولاراً بموجب خيار البيع، ونعيد بيعها إلى الضامن لخيار البيع بسعر خمسين دولاراً للسهم الواح، وهكذا نحقق ربحاً قدره خمسة وعشرين ألف دولار من استثمار قدره خمسمائة دولاراً (Gitman ١٩٨٥).

أما إذا ارتفع سعر السهم عن الخمسين دولار عندئذٍ فإن المستثمر لن يبيع للضامن أسهمه بل يشتريها ويبيعها في السوق وبالتالي يحقق ربحاً بين السعر المتفق عليه وسعر السوق مع الأخذ بعين الاعتبار لقيمة الخيار. أما الضامن للخيار فيكون حقق ربحاً هو قيمة الخيار ألا وهو الخمسئة دولار.

اختيار الشراء **Call Option** :

خيار الشراء **Call** هو خيار أن تشتري مئة سهم بتاريخ محدد أو قبل ذلك التاريخ المحدد ضمن سعر محدد. مدة عمر خيار الشراء أيضاً لاتتجاوز العام. أيضاً فإن سعر أسهم خيار الشراء هي قريبة من السعر السوقي للسهم في الزمن الذي تم إصداره فيه. المستثمر يرغب بشراء خيار الشراء عندما يتوقع أن الأسعار سترتفع. مثال، إن خيار الشراء مدته ستة أشهر لشراء مئة

سهم من أسهم شركة وينس بسعر ٣٠ دولاراً للسهم. إن حامل هذا الخيار يمكنه بأي لحظة قبل انتهاء عمر الخيار أن يشتري مئة سهم من أسهم وينس بسعر ثلاثين دولار للسهم بغض النظر عن السعر الفعلي للسوق للسهم في ذلك الوقت (Gitman ١٩٨٥). وبفرض أن سعر السهم ارتفع إلى أربعين دولاراً عندئذ يقوم حامل الخيار بشراء ١٠٠ سهم بسعر ٣٠ دولاراً وبيعهم مباشرة للضامن بسعر أربعين دولاراً للسهم وبالتالي يحقق ربحاً قدره ألف دولار من استثمار قد لايتجاوز مثلاً خمسة دولار هو ثمن خيار الشراء كما سبق ووضحنا في خيار البيع.

المبحث الثالث

أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة

إن الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المنظمة وغير المنظمة هي الأوراق التي تصدرها الحكومات أو منشآت الأعمال. ومن أهم هذه الأوراق المالية:

١- الأسهم العادية.

٢- الأسهم الممتازة.

٣- السندات.

٤- السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

٥- الأوراق المالية الحكومية المتداولة في السوق.

١- الأسهم العادية Common stock :

يعتبر السهم العادي صيغة من صيغ الملكية equity Capital . بعض هذه الأسهم لم ولن يتم تداولها في أسواق رأس المال لأن الشركات المصدرة لها إما صغيرة جداً أو أنها شركات عائلية. إن الأسهم التي تهمنا هي الأسهم العادية المعروضة للتداول للعموم، والتي تُباع وتشترى في سوق مفتوحة (Gitman ١٩٨٥). إن للأسهم العادية عدد من القيم، قيمة اسمية، وتتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة مايكون منصوص عليها في عقد التأسيس، قيمة دفترية، وتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لاتتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الإحتياطات والأرباح المحتجزة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيراً القيمة السوقية، وتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الأسمية أو القيمة الدفترية (هندي ١٩٩٣).

إن التقييم الحقيقي للسهم لايعتمد على القيمة الإسمية ولا الدفترية بل على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر. وتقدم الأسهم العادية إلى جمهور المستثمرين وفق عدة طرق:

١- إما أن تقدم بشكل مباشر للاستثمار العام بالتعاون مع ضامن السهم ويحدد بموجبها عدد الأسهم المعروضة والقيمة الإسمية للسهم.

٢- أن تعرض الأسهم الجديد على حاملي الأسهم القديمة فقط من خلال مايسمى حق الاختيار رايت Right offerng والذي سبق التعرض إليه وشرحه.

٣- أو أن تعرض الأسهم الجديدة من خلال أسلوب الخيار وارنت Warrant والتي تمكن الحامل لها أن يشتري عدداً محدداً من الأسهم العادية وفق سعر محدد ضمن مدة زمنية محددة أيضاً سبق شرحها.

- ويمكن أيضاً أن يتم استبدال الأسهم الممتازة التي تحمل حق الاستبدال بأسهم عادية (Gitman ١٩٨٥).

٢- الأسهم الممتازة Preferred stock :

تمثل مستند ملكية، لها قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن الأسهم العادية. غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة. لحامل السهم الممتاز أولوية على حامل السهم العادي في أموال التصفية. كما أن لها الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتةمن القيمة الأسمية للسهم.
وإذا لم تتحقق أرباح سنوية في سنة ما أو تحققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها، حينئذ لايحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة مالم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة. ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح (Francis ١٩٨٦).

٣- السندات التي تصدرها منشآت الأعمال:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقدٍ أو إتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً من المال إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة (هندي ١٩٩٣).

ونظراً لأن المستثمر الفرد عادة مايكون واحداً من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات، وأن مشترواته قد لاتمثل سوى جزء ضئيل من القيمة التي تضمنها العقد. لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكاً تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس يوكل إليه بتلك المهمة (Radcliff ١٩٨٢).

هذا وقد يكون السند لحامله Bearer Bond وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل. وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المختص أي الأمين

بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون. أما السند المسجل باسم المستثمر Registered Bond فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، وهو غير قابل للتداول. أما معدل الفائدة أو معدل الكوبون لكلا النوعين فتحدده المنشأة على ضوء استشارة بنك الاستثمار المختص بتسويق تلك السندات. وتنشر أسعار السندات وفق الطريقة التالية في وول ستريت Wall Street

NewYork Stock exchange.Bond quotation

Bonds	cur yid	vol	close	Net chg
Misti ٧ ٣/٨ ١١	٩.٦	٥	٧٧ ١/٨	٣/٨

وهذا يعني أن السند يحمل معدل كوبون ٣/٨ ٧% وتاريخ استحقاق هو سنة ٢٠١١ أما العمود الثاني فيكشف عن معدل العائد الحالي على الاستثمار Current Yield وهو عبارة عن نسبة الفوائد مضافاً إليها الأرباح الرأسمالية في تاريخ النشر إلى السعر الذي بيع به السند عند الإصدار. أما العمود الثالث فيعطي حجم التعامل أما سعر الإقفال فهو في العمود الرابع، أما العمود الخامس الذي يكشف عن نسبة التغيير net change في سعر إقفال اليوم عن سعر إقفال الأمس والذي بلغ ٣/٨ وهذا يعني أن سعر إقفال الأمس كان ٦/٨ ٧٦ (هندي ١٩٩٣). وتتفاوت تواريخ استحقاق السندات فقد تكون من النوع قصير الأجل (٥ سنوات وأقل) أو من النوع متوسط الأجل (٥ - ١٠ سنوات) أو طويل الأجل الذي يمتد إلى ٢٠ سنة وربما أكثر. وقد ينص عقد الإصدار على حق المنشأة في استدعاء السند قبل تاريخ الإستحقاق Callable Bond. وتستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ماسادت ظروف اقتصادية، ترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات. فحينئذ تقوم المنشأة باستدعائها وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل كوبون أقل، يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستدعاء، عادة ماينص على قيمة للاستدعاء تفوق القمية الأسمية للسند (Francis ١٩٨٦)، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء Call premium (هندي ١٩٩٣).

من المعروف أن السندات تقدم للمستثمرين نوعين من الدخل:

١- تقدم السندات دخلاً ثابتاً ودورياً (سنوي) متمثلاً بمعدل الفائدة.

٢- يمكن للسندات أن تقدم أرباح رأسمالية، ويتحقق ذلك عند انخفاض معدل الفائدة السوقية. القاعدة الأساسية للتداول في أسواق السندات أن أسعار السندات والفائدة السوقية يتجهان باتجاهين متعاكسين. فعندما ترتفع أسعار الفائدة، تنخفض قيمة السندات والعكس صحيح (Gitman ١٩٨٥). أما إذا ارتفع معدل الفائدة السوقية فإن أسعار السندات ستنخفض وعندها يتعرض المستثمر لخسائر رأسمالية.

٤- الأوراق المالية القابلة للتحويل:

يقصد بها السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا مارغب حاملها في ذلك. وعادة ماتكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية. ويُلجأ إلى ذلك عندما تكون قيمة التحويل **conversion value** أعلى من سعر الاستدعاء **Call price** ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل.

وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الأسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل (Francis ١٩٨٦). ولتوضيح ذلك نفترض أن القيمة الأسمية للسند هي ١٠٠٠ دولار وأنه يمكن تحويله إلى خمسة أسهم حينئذ يكون معدل التحويل ٥ أسهم للسند، أما سعر التحويل ٢٠٠ دولار (١٠٠٠ ÷ ٥ أسهم). وإذا ماكانت القيمة السوقية للسهم العادي للمنشأة المعنية ٢١٠ دولاراً فإن قيمة التحويل تكون ١٠٥٠ (٢١٠ دولاراً × ٥ أسهم) لكل سند. أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي ١٩٠ دولاراً فتكون قيمة التحويل للسند ٩٥٠ دولاراً (١٩٠ دولاراً × ٥ أسهم) للسند. وبالطبع لايتوقع تحويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للأوراق القابلة للتحويل.

٥- الأوراق المالية الحكومية المتداولة في أسواق رأس المال:

يقصد بالأوراق المالية الحكومية **Goverment securities** صكوك المديونية المتمثلة في السندات ومايماثلها، والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم. وهناك العديد من أنواع هذه الأوراق فمنها الطويل الأجل ومنها القصير الأجل، ولتوضيح ذلك بشكل ميسر نستعرض الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة الفيدرالية الأمريكية والحكومات المحلية أيضاً.

أولاً- الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية:

يمكن تصنيفها إلى أوراق مالية تحتكر وزارة الخزانة تداولها، وأوراق مالية قابلة للتـــداول في أسواق رأس المال.

١- الأوراق المالية التي تحتكرها وزارة الخزانة:

يقصد بها السندات الإدخارية Saving Bond وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لايجوز لحاملها رهنها لصالح الغير. وتشترى تلك السندات من وزارة الخزانة فقط، التي هي أيضاً المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حملتها لاسترداد قيمتـها في أي وقت يريدون. وتعتبر هذه السندات الإصدار الحكومي الوحيد - في الولايـات المتحدة - الذي لايتداول سواء في الأسواق المنظمة أو في الأسواق غير المنظمة (هنـدي ١٩٩٣).

٢- الأوراق المالية القابلة للتداول:

تصدر تلك الأوراق من البنك المركزي وفروعه المختلفة، ويتداول بعضـها في أسـواق رأس المال المنظمة ويتداول بعضها الآخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق المالية. وتتميز تلك الأوراق عن سابقتها - السندات الإدخارية - في أن العـائد لايقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية التي يمكـن تحقيقها. وعادة ماتنشر الصحف في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تـاريخ الاستحقاق، معدل الكوبون، والتغير في القيمة السوقية عما كـانت عليـه في اليـوم السابق، والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه اشترى الورقة بالسعر السائد وقـت النشر في الصحف واحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق. كما قد يتضمن النشر كذلـك سعرين لكل ورقة: الحد الأقصى للسعر الذي يبدي التاجر استعداده لشراء الورقة بـه Bid Price والحد الأدنى للسعر الذي يقبله لبيع تلك الورقة Asked Price . وأن أهم أنواع الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة المركزية (الفيدراليـة) الأمريكية، والتي تتداول في أسواق رأس المال هي:

١- سندات الخزينة.

٢- سندات بدون كوبون.

٣- الإصدارات الخاصة.

١- سندات الخزينة Treasury Bonds : تمثل استثمار متوسط وطويل الأجـل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها بين سبع سنوات وثلاثين سنة. ولحامل السند الحـق في

أن يتصرف فيه لطرف ثالث دون الانتظار لتاريخ الاستحقاق. ويمتد ذات الحق للحكومة إذ قد ينص في قانون الإصدار إمكانية استدعاء السند بقيمة وبتاريخ أو تواريخ محددة سلفاً.

٢- سندات بلا كوبون: ويتم ذلك بأن تقوم بنوك الاستثمار التي تتولى إصدار الأوراق المالية مثل ميريل لينش Merril Lynch ومؤسسة الأخوة سالمون Salmon Brothers بشراء سندات حكومية بمئات الملايين ثم إعادة بيعها إلى مستثمرين صغار على شكل حصص تصدر بها شهادات ملكية، وقد تمثل الحصة سند كامل أو جزء منه. في هذه الحالة يتم تسعير السند بقيمة تزيد عن القيمة التي أشتري بها، ويمثل الفرق قيمة العائد الذي يحققه بنك الاستثمار في مقابل تمكين المستثمرين من توجيه أموالهم إلى المجالات التي يفضلونها. وتقوم بنوك الاستثمار بذلك لأن هناك عدداً من المستثمرين الصغار الذين يرغبون في توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية - نظراً لتميزها بانخفاض المخاطر - إلا أنهم قد يعزفون عن ذلك نظراً للضآلة النسبية لما يمتلكونه من موارد مالية مقارنة بالقيمة التي يباع بها السند (هندي ١٩٩٣) (Gitman ١٩٨٥).

٣- الإصدارات الخاصة: تمثل الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة والتي لاتباع للجمهور، بل تباع إلى منظمات حكومية لديها أموال ترغب في استثمارها، ومن الأمثلة على تلك المنظمات الهيئات القائمة على استثمار الأموال المخصومة من مرتبات موظفي الدولة بغرض تأمين نهاية الخدمة Retirement Fund أو التأمين على الحياة. ويمكن أن تعتبر في حكم الإصدارات الخاصة تلك السندات التي تصدرها هيئات تابعة للحكومة المركزية مثل البنك الفيدرالي لقروض الإسكان، وهيئة البريد.

ثانياً: الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المحلية:

يعطي القانون للحكومات المحلية في الولايات المتحدة الحق في الإقتراض من خلال إصدار سندات تتفاوت من حيث تاريخ الإستحقاق ومعدلات الفائدة والضمانات المتاحة. وقد تكون تلك السندات لحاملها Bearer Bonds أي قابلة للتداول ومن ثم تدفع الفوائد لحامل السند، ويطلق عليها حينئذٍ سندات الكوبون Coupon Bonds ، وقد تكون

سندات مسجلة باسم الشاري Registered Bonds أي غير قابلة للتداول ومن ثم تصدر الفوائد بشيكات باسم المشتري (هندي ١٩٩٣).

الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد Money Market securities :

يقصد بسوق النقد للأوراق المالية السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والبنوك التجارية ومايماثلها، والتي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية مدون عليها مايفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر. وعادة ماتكون تلك الأوراق قابلة للتداول، ولايتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة أشهر أو سنة على الأكثر. يمكن لحامل الورقة أن يتصرف بها قبل تاريخ استحقاقها، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد Money Market . وهنا تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الأسمية، كما يتوقع أن تزداد قيمتها السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق. ومن أبرز أنواعها – شهادات الإيداع – الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، اتفاقيات شراء فائض الإحتياطي الإلزامي، قرض الدولار الأوربي، اتفاقيات إعادة الشراء، يضاف إلى ذلك أذونات الخزانة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة (نفس المرجع).

١- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable certificates of Deposit تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة. وعادة ماتكون القيمة الإسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادة أكبر من مثيليهما للشهادت الشخصية غير القابلة للتداول في السوق. لايجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، لذلك فإن السبيل الوحيد للتخلص منها هو عرضها للبيع في السوق الثاني الذي يشمل بيوت السمسرة والبنوك التجارية.

٢- الكمبيالات المصرفية Banker acceptance :

تمثل تعهداً كتابياً بإعادة المبلغ الذي اقترضه شخص ما من أحد البنوك. ويمكن للبنك الإحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعه لشخص آخر، يبيعه بدوره لطرف ثالث، وهكذا. في تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره، وإذا فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع على البنك الذي قبل التعهد من

البداية. ولهذه الكمبيالات سوق ثاني يتمثل في البنــوك التجاريــة، وبعــض بيــوت السمسرة.

٣- الأوراق التجارية Commercial Papers :

تتمثل في كمبيالات يترواح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. وتقتصــر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبــيرة الحجــم ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع. وعادة ماتحصل تلك المنشآت على إئتمان مفتــوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملـها في تاريخ الاستحقاق.

٤- قرض فائض الإحتياطي الإلزامي Surplus reserve requirement :

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الإحتياط الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه. ولاتعتبر تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم، ذلك أنها تتمثــل في تعهد غير مكتوب - مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تديــر ذلــك الإحتياطي - يلتزم فيه البنك المقترض بتسديد قيمة القرض مضافاً إليه فائدة تتحــدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

٥- قرض الدولار الأوربي Eurodollar :

يقصد بمفهوم الدولار الأوربي الدولارات الامريكية التي تحتفظ بهــا بنــوك خــارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية. ويتكون سوق الدولارات الأوربيــة من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وفي بعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصــر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط.

٦- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase agreement :

تمثل أحد أساليب الإقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيــع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك لليلــة واحــدة أو لبضعة أيام قليلة (Francis ١٩٨٦). وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحــد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المســتثمرين الذيــن يبحثون عن فرصة لإقراض أموالٍ فائضة لديهم. ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمســتثمر - بصفة مؤقتة - أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه. كما يقوم في نفــس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذات المستثمر بسعر أعلى قليلاً مــن

السعر الذي باع له به هذه الأوراق. على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي ينتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر. وهكذا، تنتهي الاتفاقية بعودة الأموال إلى المستثمر، وعودة الأوراق المالية إلى التاجر.

٧- أذونات الخزانة Treasury bills :

تمثل أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل، لايزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات في السوق، تحرص الحكومة الأمريكية على إصدارها دورياً وذلك بمعدل مرة كل أسبوع. يباع الإذن عادة بخصم أي بأقل من قيمته الإسمية. وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الإسمية المدونة على الإذن.

٨- شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة Treasury Notes :

تصدرها وزارة الخزانة، تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات. يحصل حاملها على فوائد نصف سنوية. يتوفر لها سوق ثاني تنشط من خلاله بيوت السمسرة المتخصصة.

الأوراق المالية التي يمكن تداولها في السوق السورية:

قبل الحديث عن أنواع الأوراق المالية التي يمكن تداولها في سوق رأس المال السورية في حال وجودها، لابد من التذكير إلى أن هذه الأوراق ونوعيتها مرتبط بتطور البلد الاقتصادي، فماهو متداول في السوق الأمريكية غير متداول في السوق المصرية ولا الأردنية مثلاً. وفي حال إقتراحنا لأوراق مالية يمكن تداولها في سوق رأس المال السورية لابد من أن نأخذ بعين الإعتبار الأوراق المالية المتداولة في سوق مشابهة لسوقنا، وأن أكثر الأسواق تشابهاً مع السوق السورية هي السوق المصرية. ففي مصر يتم تداول إضافة إلى أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية، السندات الحكومية مثل سندات الإسكان وسندات التنمية بإصداراتها المختلفة وسندات البنك العقاري (بورصة الأوراق المالية في القاهرة ١٩٩١). وهذا يعني في حال قيام سوق أوراق مالية لابد من تعديل أنظمة إصدار السندات وبالتالي السماح للمصارف المختلفة وحتى للشركات المساهمة من إصدار سندات في حال اتخاذها قرار التمويل بالدين وليس الملكية خصوصاً وكما نعلم فإن التمويل بالدين أقل كلفة من التمويل بالملكية.

من ذلك نرى أن الأوراق المالية التي يمكن تداولها في سوق رأس المال السورية هي:

١- أسهم الشركات التي ستدرج في السوق.

٢- السندات التي تصدرها الحكومة أو المؤسسات الحكومية.

٣- السندات التي تصدرها منشآت الأعمال والشركات.

علماً أن هذا النوع من الأوراق المالية كان يتم تداولها في السوق السورية غير الرسمية التي كـــانت موجودة في أواخر الخمسينات وأوائل الستينات. حتى أنه كان يتم تداول الأوراق المالية المتعلقـــة بعقود مستقبلية.

المبحث الرابع

تطور الاستثمار في سورية وأهمية قيام سوق أوراق مالية

حين نتحدث عن أهمية قيام سوق للأوراق المالية في سورية لابد من استعراض أهم السمات التي طبعت تطور تمويل الاستثمار والصعاب التي تعرضت لها عملية التمويل والتي لاتزال تتعرض لها، والتي يمكن عزو أغلبها لعدم وجود سوق للأوراق المالية، حيث أن للسوق المالية وظائف هامة وأساسية من أهمها تجميع المدخرات المتنوعة والعاطلة وتوجيهها نحو الاستثمار وتنمية الوعي الاستثماري لدى المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في أوراق مالية مأمونة وتتحقق فيها ميزة السيولة الدائمة وبالتالي تنشيط وازدهار الشركات المساهمة التي تعتبر الركيزة الأساسية للاقتصاد الحر. لذلك، يرى الباحث أن المواضيع التي سيتعرض لها تتناول المراحل التي مر بها تطور الاقتصاد العربي السوري التالية:

١- تطور الاستثمار في سورية في مرحلة ماقبل الاستقلال

٢- تطور الاستثمار في سورية في الفترة الواقعة بين بدء الاستقلال وقيام الوحدة

٣- تطور الاستثمار في سورية في الفترة التي أمتدت خلالها الوحدة ولنهاية فترة حكم الإنفصال

٤- تطور الاستثمار في سورية في الفترة التي بدأت منذ ثورة الثامن من آذار وحتى الآن. وتنقسم إلى مرحليتين متميزتين:

آ - من ٨ آذار ١٩٦٣ وحتى قيام الحركة التصحيحة ١٩٧٠

ب- من قيام الحركة التصحيحية ١٩٧٠ وحتى الآن.

٥- ضرورة قيام سوق أوراق مالية في سورية من أجل تسهيل تمويل الإستثمار.

١- مرحلة ماقبل الإستقلال:

رزحت سورية قبل إستقلالها في ١٧ نيسان ١٩٤٦ تحت الاحتلال العثماني لمدة تصل إلى أربعمائة عام ومن بعده الاستعمار والفرنسي الذي دام لأكثر من ربع قرن. وقد طُبع تطور سورية الاقتصادي بطابع تطور الدول المستعمرة وبما يخدم مصالحها ، حيث فُرض عليها نوع من العلاقات الإنتاجية والاقتصادية التي تخدم مصالح تلك الدول. خاصةً إذا علمنا أن تركيا التي استعمرت سورية من عام ١٥١٦ إلى ١٩١٨ كانت هي نفسها بين أعوام ١٨٥٠ - ١٩١٤ نصف مستعمرة تحت النفوذ الانكليزي والفرنسي والألماني حيث كان نصيب هذه الدول من الرأسمال الأجنبي الموظف في الإمبراطورية بحدود ٨٨,٢% من إجمالي الديون العالمية على تركيا، وأن هذه الدول الثلاث لعبت دوراً كبيراً في تحويل الإمبراطورية إلى نصف مستعمرة، حيث أجُبرت تركيا على إعلان إفلاسها بين أعوام ١٨٧٥ - ١٨٧٩ نتيجة لتوقفها عن دفع فوائد وأقساط الديون المتراكمة عليها، مما فسح المجال لخلق سلطة رسمية أجنبية في قلب الإمبراطورية هي إدارة الدين العثماني بموجب المرسوم رقم ٢٠ تاريخ كانون أول ١٨٨١ (السباعي ١٩٦٧). وهكذا كانت الأموال التي تقوم بالاستثمار في تركيا ومنها سورية بمعظمها أجنبية همها نهب خيرات البلاد. وما ينطبق على تركيا، طبعاً ينطبق على سورية على اعتبار أنها ولاية من الولايات التركية (عظمة ١٩٦٧).

وقد بدأت رؤوس الأموال الأجنبية تدخل في حياة سورية الاقتصادية منذ منتهى القرن التاسع عشر بتأسيس معامل الحرير والطرق، ثم بتأسيس السكك الحديدية فيها نظراً لتولد رؤوس أموال كثيرة في أوربا ،هذه الأموال التي لم تعد تجد هناك الفائدة المادية التي تطلبها بالإستثمار، ولذلك اتجهت بشكل خاص نحو البلاد التركية لما كان للامتيازات الأجنبية التي حصلت عليها تلك الدول من الفوائد المادية والحقوقية (علي الحسني ١٣٤٢هـ).

لقد كانت الزراعة هي القطاع الأساسي في اقتصاد سورية حيث كان يعمل فيها بين ٦٠% ـ ٧٠% من عدد السكان في حين كانت الصناعة والتجارة تستغرق نشاط ١٠ ـ ١٥%. وهكذا كان النشاط الزراعي يشكل النسبة العظمى من صادرات البلاد، علماً أن ذلك النشاط كان متخلفاً حيث أن مساحة الأراضي المزروعة لم تزد عن ٤,٥% من أصل الأراضي الصالحة للزراعة والتي كانت بحدود ٤,٨٠٠,٠٠٠ هكتاراً من أراضي سورية ولبنان آنذاك والتي تشكل ٢٨% من مساحة سورية ولبنان المنتدب عليها والمقدرة ب ١٧ مليون هكتار.

أضف إلى أنه بالرغم من تطور التقنيات الزراعية في أوربا، إلا أنها لم تدخل إلى سورية ، ذلك لأن الآلة بحاجة إلى الخبرة، والميكانيكي وورش الإصلاح، وقطع التبديل والأموال الكثيرة التي لم تكن متوفرة آنذاك (عظمة ١٩٦١، هوفيلان ١٩٢١).

كما أن الصناعة كانت متخلفة أيضاً، وأن نسبة المشتغلين في الصناعة كانت ضئيلة جداً، لذلك لم تشكل المنتجات الصناعية إلا نسبة ضئيلة من الإنتاج المحلي وكان على هذا الإنتاج الوطني الضعيف أن يتحمل أعباءً قاسية من رسوم وضرائب إلى جانب مزاحمة أجنبية ضارية خصوصاً في مجال صناعة النسيج القطني والخيوط القطنية. إذ أخذ النسيج القطني الإنكليزي يزاحم النسيج الوطني والخيوط الوطنية، حيث كانت الخيوط الإنكليزية تباع في سورية والإمبراطورية أرخص من الخيوط الوطنية مع فارق في الدقة في الصنع فامتنعت المصانع من استخدام الخيوط الوطنية مما سبب في القضاء على الصناعة،كما تأثرت بذلك زراعة القطن فتأخرت لتأخير الطلب على القطن (سكازكين وغيره ١٩٦٢).

أما في مجال المصارف فلم يكن في سورية أي بنك وطني ما عدا البنك الزراعي الحكومي، وكل ماكان فيها بيوتات فردية قليلة العدد، ضئيلة الرساميل، بدائية التنظيم، هي أقرب إلى المؤسسات الربوية منها إلى المفهوم الحديث للمصارف.

وابتداءً من مطلع النصف الثاني للقرن التاسع عشر أخذت البنوك الأجنبية تملأ الساحة، ولم يمض زمن حتى أصبحت الحياة الاقتصادية والمالية لافي سورية وحدها بل وفي الإمبراطورية العثمانية كلها، في السنوات الأخيرة من القرن التاسع عشر وفي مطلع القرن العشرين مرتبطة بالمؤسسات الأجنبية من بنوك وغيرها. وكان هدف كل بنك خدمة مصالح رأسماله الوطني لاخدمة الإمبراطورية، حيث أن البنك العثماني الذي كان يعتبر أهم بنكٍ في الامبراطورية العثمانية والذي أسس عام ١٨٥٦ برساميل انكليزية ومن ثم فرنسية ويهودية حيث أصبح اسمه البنك الإمبراطوري العثماني حيث مُنح حق إصدار الأوراق النقدية العثمانية، لم يُقرض الحكومة التركية قبيل اندلاع الحرب العالمية الأولى وذلك لعلمه أن تركيا ستدخل الحرب إلى جانب ألمانيا (عظمة ١٩٦١ السباعي ١٩٦٧).
وكان مركز هذا البنك لندن وله فروع في الإمبراطورية العثمانية خص سورية منها في أحد عشر فرعاً. كما كان أيضاً لألمانيا مطامع في الإمبراطورية العثمانية كما كان لغيرها من الدول الأوربية حيث تقول (الجيري بلتير عدد كانون ١٨٩٥): على تركيا الآسيوية أن تبقى ككيان حكومي

خاص، موضوع تحت السيطرة لألمانيا وعلى شكل محمية على أقل تقدير، وخير لنا أن نجعل من بلاد مابين النهرين وسورية ملكاً خاصاً لنا، من ناحية، والسيطرة تحت شكل الحماية، على سلطان آسية الصغرى وسكانها المتكونين من الأتراك بشكل خاص. ويقول السيد شبرينغر: إن الشرق الأدنى هو الأرض الوحيدة التي لم تسيطر عليها بعد أي دولة عظمى، مع أنها أفضل حقل للاستعمار. فإذا لم تفوت ألمانيا فرصة السيطرة عليهما ، تكون قد نالت أفضل نصيب من قسمة العالم (بوندارفسكي، ١٩٥٥).

كما كان للقروض الأجنبية التي عقدها الأتراك أكبر الأثر في تغلغل النفوذ الإستعماري وإحكام طوق الإستعمار، حيث كان للنفقات الهائلة التي كانت تتطلبها الحروب الكثيرة التي خاضتها الإمبراطورية وبذخ العائلة المالكة النصيب الأكبر في تبديد هذه القروض. وقد تحملت سورية نصيبها من نفقات الحروب ومغامرات القادة الأتراك، التي انتهت وأنهت تركيا كامبراطورية على إثر الحرب العالمية الأولى إلا أن نتائجها استمرت على سورية التي تحملت جزءاً من نفقات الدين العثماني وأكرهت على قبوله والاستمرار في دفع الأتاوة لأصحابها (عظمة ١٩٦١).

ومما ساهم في تغلغل الرأسمال الأجنبي في تركيا نظام الإمتيازات الذي نعم به الأجانب في الإمبراطورية العثمانية ومنها سورية. حيث كان هذا النظام سلاحاً فعالاً في يد الدول المتطورة لتحويل الإمبراطورية سياسياً واقتصادياً واجتماعياً إلى دولة نصف مستعمرة ومنطقة نفوذ لكبريات تلك الدول، وكان لنظام الإمتياز هذا دورٌ كبيرٌ في تغلغل الرأسمال الأجنبي بمختلف أشكاله، كما كان عاملاً هاماً في تأخر تركيا عن ركب الحضارة. وقد بدأت هذه الامتيازات، بالامتيازات التجارية والقانونية، وكانت هذه الامتيازات تشمل الإعفاء من الضرائب المباشرة ومن رسوم الجمارك (السباعي ١٩٦٧). وكان من نتيجة هذه الامتيازات، فرض اتفاقيات تجارية مع الدول الأوروبية، فرضت بموجبها تعرفة جمركية ثابتة على الصادرات البريطانية إلى تركيا مقدارها ٥% عام ١٨٣٨ من قيمة السلع المصدرة وهذا الشرط لايخضع للمعاملة بالمثل بالنسبة للصادرات العثمانية إلى بريطانيا. في العام ١٩٠٧ كانت هذه التعرفة ٨% على الصادرات الأوربية للدولة العثمانية وبعدها رُفعت ٣% لمدة سبع سنوات شريطة أن تقوم (إدارة الدين العام) بتحصيل هذا المبلغ. هذه التعرفة الجمركية وجهت ضربة قاصمة للصناعات العثمانية ومنها التركية والتجارة القائمة على ترويج سلع صناعة وطنية. وهكذا، وحتى تتمكن الحكومة التركية من مواجهة نفقاتها الباهظة وبذخ حكامها في ظل اقتصاد متخلف يعتمد في أغلبه على زراعة متخلفة وصناعة أكثر تخلفاً ،لم يكن أمام حكامها سوى فرض المزيد من الضرائب واغتصاب أموال الناس، حيث يذكر

(وولنه ي) بأن عبده باشا والي حلب عام ١٧٧٠ كان محتاجاً للدراهم فأجبر كل الحرف الـتي في الولاية لدفع ضرائب بالتهديد والوعيد حتى اغتصب منهم أربعة ملايين فرنك ولم يستثن منها حتى حرفة منظفي النراجيل (علي الحسني ١٣٤٢هـ). وهكذا يتجلى لنا مدى استئثار الولاة بالسلطة وسوء استعمالهم لها باغتصاب أموال السكان. وكان لابد لهذا الوضع من تعميق بؤس الجماهير وإفقارها. كان الفلاح مجبراً على بيع محصوله في أسرع وقت لدفع ماعليه من الضرائب الحكومية، لذلك كان يبيعه بأثمان منخفضة كثيراً. هذا عدى عن تحكم الجُباة بالفلاح، ونهبهم له، مما كان يجعل ضريبة الأعشار التي كانت نظرياً ١٠%، وارتفعت في بدء القرن العشرين إلى ١٢,٥% ضريبة تستهلك من ٢٠ – ٣٠% من محصول الفلاح (السباعي ١٩٦٧).

وهكذا يتبدى لنا جلياً معاناة الشعب العربي في سورية من جراء الاحتلال التركي وسيطرة الرأسمال والاحتكارات الرأسمالية عليها وعلى مختلف مرافق الحياة فيها ، وأصبح الرأسمال الأجنبي في مختلف أشكاله يلعب الدور الأساسي في حياة البلاد الاقتصادية والسياسية والإجتماعية. ولقد اتجه هذا الرأسمال في الدولة العثمانية وسورية في نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين نحو الخطوط الحديدية والمرافىء والبترول. أما المؤسسات الصناعية التحويلية الـتي أقامها الرأسمال الأجنبي في بداية القرن التاسع عشر فلم تكن من الأهمية بمكان بالنسبة إلى حياة البلاد الاقتصادية.
ومن الصناعات الهامة التي تميَّزت بها سورية، صناعة الحرير وقبيل الحرب العالمية الأولى كان في سورية ٩٣ مؤسسة لغزل الحرير تشتمل على ٥٤٠٠ حوض بخاري (سوريل). أما كاتايغارودسكي فيقول أن قرابة جميع مصانع الحرير في سورية كانت تعود للفرنسيين (أما كاتايغارودسكي ١٩٢٥). أما بالنسة للريجي أو احتكار التبغ فقد أعطي للرأسمال الفرنسي عام ١٨٨٣ في الولايات الخاضعة للسلطة العثمانية مباشرة ومنها سورية وذلك بموجب نظام الديون الجديد الذي وقع بين الحكومة العثمانية ودائنيها والذي وضع بعض موارد الدولة تحت سيطرة الرأسمال كضمان لإيفاء الديون. كان مركز الشركة العام في القسطنطينية، وكان لها فروع عديدة في مختلف أنحاء الإمبراطورية وفي سورية كان لها فروع في حلب ودمشق واللاذقية وبيروت وغيرها.
وقد قضى قانون ١٩٠٤ بأن يكون للشركة حق الرقابة على زراعة التبغ وشراء المحصول كله، وكان على كل فلاح يود زراعة التبغ الحصول على إذن من الشركة كما كان على الفلاح حسب قانون ١٩٠٤ أن يحمل محصوله كله إلى أقرب فرع للشركة وأن يتحمل نفقات هذا النقل مهما كثرت. كما أن بيع المحصول للتصدير كان خاضعاً لرقابة الشركة وكل تبغ مصدر أو مستورد خاضع للرسوم الجمركية التي تنالها الشركة. أما بالنسبة للتنباك فكان الفلاح يملك حق بيعه داخل

البلاد، ولكن شريطة دفع ضريبة للشركة تعادل أربعة قروش ذهبية لقاء بيع كيلو غـــرام واحـــد. وهذا عدا عن ضريبة الأعشار التي يتحملها المنتج نفسه (علي الحسني ١٣٤٢، السباعي ١٩٦٧). وكان للريجي مصنعان في سورية أحدهما في دمشق والآخر في حلب.

أما فيما يتعلق في طرق سورية في ظل الاحتلال التركي فكانت طرقاً بدائية سيئة تقف عائقاً جدياً أمام تغلغل الرساميل الأجنبية، وأمام تنقل السلع الأجنبية والوصول إلى المنتج والمســـتهلك في مختلف المدن السورية. لهذا بذل الرأسمال الفرنسي عناية خاصة في هذه الناحية من أجـــل توطيـــد نفوذه وتعميق تغلغله. ففي عام ١٨٥٧ حصلت شركة فرنسية على امتياز استثمار حركة النقل بـين دمشق وبيروت وبُدىء بشق الطريق عام ١٨٥٨. وفي عام ١٨٩٢ ألحقت هذه الشركة بشــــركة خطوط حديد (بيروت ــ دمشق ــ حوران). وقامت الشركة الفرنســـية لطـــرق الإمبراطوريـــة العثمانية بشق طريق بيروت ــ صور ــ كما أعطي امتياز شق طريق حمص طرابلس واستثمار نقـــل عرباته عام ١٨٦٣ إلى الشركة الوطنية العثمانية. وقد اشترت هذا الطريق شركة خـــط حديـــد دمشق حماه وتفرعاته عام ١٩١٠ مع خط حديد طرابلس حمص. أما بالنسبة للمرافىء فلم تكـــن بأحسن حال من الطرق فالإهمال التركي أصابها كما أصاب النواحي الأساسية الأخـــرى في حيـــاة البلاد الإقتصادية. وهذا ما سهل للرأسمال الأجنبي التغلغل الواسع في الإمبراطورية وأن يولي العنايـة للمرافىء السورية. فتشكلت عام ١٨٨٧ (الشركة العثمانية لمرفأ بيروت وأرصفته ومســـتودعاته) بإدارة رساميل فرنسية. وقد كانت مدة الامتياز ستين عاماً ثم مدد إلى تسعة وتسعين عامـــاً وقـــد بدأت أعمال الإنشاء عام ١٨٨٩ وانتهت عام ١٨٩٤ (عظمة ١٩٦١). أما بالنســـبة للخطـــوط الحديدية فكانت مركزاً لتنافس الرأسمال الإنكليزي والفرنسي في المراحل الأولى وتحولت في نهايـــة القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين إلى تنافس عنيف بين الرأســـال الألمـــاني والإنكلـــيزي والفرنسي، وانتهى إلى اشعال الحرب العالمية الأولى (السباعي ١٩٦٧).

وهكذا، يبدو واضحاً أن سورية خلال تلك المرحلة الطويلة من تاريخها كانت منطبعة بطابع الإمبراطورية العثمانية المتخلفة والمستعمرة من الإحتكارات الأجنبية التي لم تكن لتسمح بأي تطـــور اقتصادي في سورية إلا بما يخدم المصالح الاقتصادية للرأسمال والاحتكارات الأجنبية. لذلك لم يكـــن هناك أي إمكانية لقيام أو حتى التفكير بقيام سوق للأوراق المالية لأنه لم يكن هناك شركات مساهمة لها أوراق مالية يمكن تداولها فيها، لأن الشركات التي كانت قائمة هي شركات أجنبية يتم تـــداول أوراقها المالية في البورصات العالمية في أوربا.

أما المرحلة الثانية من تاريخ رزوح سورية تحت الاحتلال فكانت فترة الإحتلال الفرنسي منذ عام ١٩٢٠ وحتى ١٧ نيسان ١٩٤٦. وقد رافق هذا الإطار الزمني تبدلات سياسية هامة في سورية. فلم تعد كلمة سورية تطلق على كامل الأراضي التي عرفت من قبل ببلاد الشام. بل سلخت منها فلسطين والأردن ووضعتا تحت الانتداب الانكليزي كما سلخ قسم من أراضي سورية الشمالية وأُعطي للأتراك، وألحقت منطقة الموصل بالعراق الذي وضع تحت الانتداب الإنكليزي. أما لبنان فقد جعل منه دولة خاصة، بعد أن أضيفت إليه مساحات واسعة هامة من الأراضي السورية. وأبقيت هذه الدولة في وحدة اقتصادية مع سورية طول مدة الانتداب.

إن وقوع سورية تحت الانتداب الفرنسي لم يكن مصادفة بل كان استجابة للرساميل الفرنسية المستثمرة فيها، حيث كما لاحظنا سابقاً كانت أغلب المشاريع المقامة في سورية ممولة برساميل فرنسية. وقد استمر تصدير الرأسمال الفرنسي بين الحربين لكن بنسبة أقل مما كان عليه قبل الحرب العالمية الأولى. وقد استخدمت الاحتكارات الأجنبية جهاز الإدارة الفرنسي في سورية ليكون الأداة الفعالة في فرض امتيازاتها، وشروطها التعسفية على الشعب العربي السوري.

وقد عانت سورية من وطأة الحكم الاستعماري المباشر. فانتهجت فرنسا سياسة تجزئة سورية إلى دويلات صغيرة، كما انتهجت سياسة ضرائبية قاسية وسياسة جمركية لاتنسجم مع مصالح الاقتصاد السوري. بالإضافة إلى سياسة اقتصادية، وضعت مفاتيح الاقتصاد السوري بين يدي الشركات الاحتكارية الأجنبية. وفرضت على البلاد امتيازات قاسية الشروط، سهلت نهب خيرات البلاد واستنفاذ قوى الشعب بكل قسوة. ولاعجب في ذلك إذا علمنا أن رأس الدولة في فرنسا كان البنك الفرنسي، وأن حكام هذا البنك الإثني عشر هم أسياد فرنسة الاقتصادية والسياسية. كما كان في فرنسا مئات البنوك وعشرات ألوف الشركات المساهمة وبعض ألوف الكتل الصناعية التي تقبض على نواحي المراكز الحساسة في فرنسا ومستعمراتها. وتظهر الأطماع الفرنسية من خلال ماتحدث به السيد كاترو عن الأطماع الفرنسية في سورية حيث يقول "لقد فتحنا الطريق أمام رساميلنا، وصناعتنا وتجارتنا. إن المنتجات الفرنسية، لتحظى بعد الآن، بالأفضلية على السلع الأخرى. وفي دولة دمشق، كما في الشرق الأدنى كله، مجالات رحبة لم تستثمر بعد، وأشغال عامة لم تنفذ وطرق حديدية بحاجة إلى المد ومشاريع لجلب ماء الشرب، ومشاريع ري زراعية لم تتحقق بعد) (كاترو ١٩٢٢). كما أن السيد "م.لوناي" يقول في جلسة المجلس النيابي الفرنسي المنعقدة في ١٩٢١/١٢/٦ "إننا في سورية، لأن من مستلزمات فرنسة أن تسيطر على هذا الطريق العظيم الأهمية، الذي يصل آسيا بإفريقيا" (السباعي ١٩٦٧).

وهكذا كان الرأسمال الفرنسي يتوق الى استثمار كل شيء في سورية، فلم تكد الأعمال العسكرية الإحتلالية تنتهي حتى تألفت الشركات وبدأت دراسة إمكانيات سورية من جميع الوجوه، وأخذت اللجان الرسمية وغير الرسمية تزور سورية وتعد تقاريرها. وقد زارت البلاد بعثات عديدة متنوعة، كبعثة "كارل" لدراسة السهول الساحلية من الوجهة الزراعية عام ١٩٢٤ وبعثة "فيكتور ليفي" عام ١٩٢٧ و "بوكاس" عام ١٩٢٨ التي عجلت بتأسيس (الشركة الصناعية لدول الشرق) وبعثة "الكومندان بيشون" لدراسة المناطق الصالحة للري (١٩٢٦ ــ ١٩٢٩) وبعثة "أوبير دولارو" لاكتشاف مواقع المعادن والتنقيب عنها، وبعثة "دوماس" لدراسة إمكانية إنشاء عنابر الحبوب، وبعثة "لانور" لدراسة التحسينات في تربية وتجارة الغنم ١٩٢٩ (تقرير البنك السوري ١٩٢٩).

كما بدأت تجارب متنوعة على زراعات تهم الاقتصاد الفرنسي، وأُقيمت المعارض وأسس المكتب التجاري للشرق وهو يشتمل على مصلحة للمعلومات التجارية وصالة للمساطر ومكتبة ويخرج مجلة وقد تمكن من تأسيس بورصة ببيروت. كما بذلت جهود مماثلة تقريباً في دمشق لتطلع أصحاب العلاقة على إمكانيات الازدهار الفرنسي في الشرق. كان صك الانتداب يطالب بمراعاة المساواة بين أعضاء عصبة الأمم في استثمار المرافق السورية وبعدم استغلال السلطة لجعل استثمار سورية وقفاً على الرساميل الفرنسية وحدها، لكن الواقع كان شيء آخر حيث كانت فرنسة لاتبرح تستخدم السلطة التي لديها لمساعدة الشركات الفرنسية وأصحاب الامتيازات من الفرنسيين بكل مالديها من قوة (نجيب الأرمنازي، السباعي ١٩٦٧).

وكان أول ما عمله الرأسمال الفرنسي هو إنشاء جهازه المصرفي للسيطرة على سورية ففي العام ١٩١٨ تم تأسيس "البنك الفرنسي لسورية" وفي العام ١٩١٩ تأسس بنك سورية ولبنان الكبير وهو أهم البنوك التي أسست حيث كان يتمتع بحق إصدار النقد الورقي السوري اللبناني. وقد أسس هذه البنوك وغيرها شركات فرنسيبة مثل، الشركة العامة، الكريدي العقارية الفرنسية والكريدي العقارية الجزائرية التونسية وغيرها. وقد اهتم الرأسمال الفرنسي أيضاً بإصلاح الخطوط الحديدية التي دمرتها الحرب، وأكمل الخط الحديدي القادم من بغداد ليمر في سورية، ووضع يده على الخط الحجازي. كما أنه بذل عناية بالمرافىء ومستودعاتها. فوسع مرفأ بيروت، وأجرى إصلاحات هامة في مرفأ الاسكندرون وأجرى تحسينات في ميناء طرابلس. كما فرض سيطرته على المشاريع الكهربائية في البلاد، ككهرباء بيروت، وشركة كهرباء ومياه حلب، وشركة كهرباء حمص

وحماه، وشركة كهرباء وحافلات دمشق وشركة الطاقة الكهربائية السورية وغيرها. كما ساهم في استخراج الإسفلت وزراعة القطن وحلجه وتربية الحرير وغزله واستثمار التبغ والتنباك.

وهكذا اتجهت الرساميل الفرنسية إلى فروع الاقتصاد التي تؤمن سيطرتها على الاقتصاد السوري كالمصارف وشركات الضمان والمواصلات والنقل والموانىء وتمكن من توجيهها في صالح الاقتصاد الفرنسي (فرا ١٩٥٠). وما أن تم الإحتلال الفرنسي حتى وضعت السلطات الفرنسية يدها على أهم واردات الدولة الأساسية، وهي واردات الجمارك وجعلتها رهناً لوفاء الديون العمومية، كما أن شركة الريجي، بموجب الاتفاق الموقع بين المفوضية العليا والسلطات المحلية في ١٩٢٣/٣/١ دفعت قسماً من الأرباح العائدة للحكومات السورية إلى صندوق الدين العام. وهكذا، انتقلت سورية من استعمار متخلف قضى على الصناعة الوطنية بضرائبه والامتيازات التي منحها الرأسمال الأجنبي وفتح أبواب الامبراطورية أمام السلع الأجنبية المتفوقة على السلع الوطنية إلى استعمار متطور بأدواته وأساليبه جاء بجيوشه الجرارة لخدمة رأسماله الوطني وبالتالي هدفه الأساسي وضع اقتصاد البلاد تحت سيطرة احتكاراته وامتيازاته خصوصاً إذا علمنا أن أحد الأسباب الأساسية للحرب العالمية الأولى كانت توزيع العالم إلى مناطق نفوذ للرأسمال العالمي، خصوصاً بعد النمو الكبير للرأسمال الألماني ودخوله مجال المنافسة مع الرأسمال الانكليزي والفرنسي. وهكذا لعبت عوامل متعددة في عرقلة نمو وتطور الصناعة الوطنية خلال فترة الانتداب الفرنسي من أهم هذه العوامل (السباعي ١٩٦٧):

١ ــ إخضاع الوطن إلى السيطرة الإستعمارية المباشرة.

٢ ــ اضطرار البلاد إلى خوض نضال سلبي مسلح، وغير مسلح طوال فترة الانتداب.

٣ ــ انتهاج سياسة اقتصادية استعمارية تقوم على نهب البلاد، وربطها باحتياجات الاقتصاد الفرنسي.

٤ ــ عرقلة التصنيع الوطني ما أمكن، عن طريق انتهاج سياسة جمركية أعاقت دخول الآلات، وجعلت الباب مفتوحاً أمام السلع الأجنبية، وفرضت رسوماً جمركية كانت غايتها تأمين المال، من حيث الأساس، دون النظر إلى التفريق بين المواد الأولية والآلات الضرورية لتطوير القوى المنتجة في البلاد وبين المواد المصنوعة.

٥ ــ ارتفاع العبء الضريبي.

٦ ــ سيطرة الرأسمال الاحتكاري الأجنبي، وفرض امتيازات شركاته على البلاد، بشكل تضمن فيه الأرباح الطائلة، وتؤمن له السيطرة بلا منازع، ضيَّق ميادين العمل على الرأسمال الوطني وجعله مقتصراً في معظمه على التجارة والحرفة والإنتاج الزراعي.

وأمام تطور الإنتاج وظروف السوق هذه، لم يكن أمام الرأسمال الوطني بد من الاتجاه إلى تطوير الحرفة إلى الإنتاج الرأسمالي الآلي، وإنشاء صناعات جديدة تقوم على الأسس الحديثة التي تستطيع معها مقاومة المزاحمة والاستمرار في التطور. وهكذا أخذت البرجوازية الوطنية التي كانت تقود النضال السياسي الوطني تستشعر الحاجة إلى ضرورة النضال من أجل بناء أسس قوية للإقتصاد الوطني، ولاسيما بناء صناعة حديثة في البلاد. فأخذت الشركات الوطنية المساهمة تنشأ في البلاد ضمن جوٍ لاهب من الحماس الوطني يدعو إلى مقاومة السلع الأجنبية ودعم الإنتاج الوطني، إن تحديث الحرف التي كانت قائمة على أسس رأسمالية ذات إنتاج آلي، كالنسيج، والدباغة وصناعة الأحذية، والصابون، وتقطير الكحول وغزول الحرير ....الخ وإقامة بعض الصناعات الحديثة كالأسمنت، والكونسروة وغزل القطن والتريكو الميكانيكي، والسجائر جرى في بطء كبير، وتخطى الصعوبات التي كانت تقف أمامه لاسيما المزاحمة الأجنبية، بصعوبة كبرى. ومن الأمثلة التي كانت تواجه الاقتصاد السوري وتحديث الصناعة مثلاً القرار رقم ١٦١ الصادر عن المفوضية في ١٩٣٥/٧/١٣ الذي خفض الرسوم عن بعض السلع من بينها سلع كثيرة تنتج في البلاد، دون الأخذ بعين الاعتبار حماية الصناعة في البلاد بل على العكس عزَّز مقدرة المنتجات الأجنبية في مواجهة الصناعة الوطنية، وأهم ما تضمنه هذا القرار:

١ ــ أبقى الرسم على السكر في حدود ١٨٠% مما أضَّر بصناعة السكاكر الوطنية، في حين أن الرسوم المفروضة على السكاكر الأجنبية كانت لاتزيد عن ٢٥% مع العلم أن مصنوعات السكاكر الفلسطينية مثلاً كانت لاتدفع رسوماً جمركية على السكر وتدخل البلاد معفاة من الرسوم. وبذلك أصبحت هذه الصناعة الوطنية تحت رحمة المزاحمة الأجنبية.

٢ ــ خفض الرسوم على الخيوط الحريرية والقطنية الضرورية للبلاد تخفيضاً كان دون الحد الذي تستطيع معه سورية ولبنان تصدير منتوجاتهما معه إلى الخارج. مع العلم أن منتجات البلاد المجاورة كانت تدخل بلادنا طليقة من الرسوم الجمركية وتتمتع بإعفاء المواد الأولية والآلات من الرسوم. مما كان يخلق منافسة خطرة لصناعة النسيج .

٣- خفض الرسم على الأسمنت المستورد ٧٥ قرشاً سورياً للطن مما عرض هذا الإنتاج الوطني الناشيء لخطر كبير. خاصةً وأن هذا القرار قد سبقته قرارات أخرى ألغت إعفاء الآلات من الرسوم، وفرضت عليها رسماً جديداً كلف شركة الإسمنت الوطنية دفع ٢٥ ألف ليرة سورية على آلات اشترتها، وأخبرت عنها الجهات المختصة، عندما كان قرار الإعفاء قائماً بحيث وصلت الرسوم على الآلات المستورة إلى ١٢% عام ١٩٣٥ (عظمة ١٩٦١).

٤- لم يتناول التخفيض رسوم المواد الغذائية الضرورية للبلاد كالسكر والأرز والبن وغيرها مما هو ضروري للبلاد. في حين خفضت الرسوم على الشمبانيا، ولحم الخنزير والجبن.

وهكذا، نرى الصعوبات التي تعرضت لها الصناعة الوطنية خلال فترة الانتداب الفرنسي، هذه الصناعة التي نشأت من حيث الأساس من تجميع رساميل وطنية تجارية وصناعية وزراعية وعقارية. وترتبط إلى هذا الحد أو ذاك، بالنضال الوطني ضد المستعمر المحتل وشركاته الاحتكارية، التي عملت على سحق مختلف القطاعات الاقتصادية الوطنية سواءً التجارية منها أم الصناعية أم الزراعية. وأمام هذه الصعوبات لم يتشكل في سورية خلال فترة الإنتداب أي في الفترة الممتدة بين ١٩٢٠ - ١٩٤٤ أي خلال ٢٤ سنة سوى اثنتي عشرة شركة مساهمة مغفلة وطنية برساميل يقرب مجموعها من ٢٢,٥ مليون ليرة سورية (السباعي ١٩٦٧). غير أن الحرب العالمية الثانية، شكلت انعطافاً هاماً في تاريخ تراكم الرأسمال الوطني وفي محاولة بناء الاقتصاد الوطني على أسس صناعية وذلك للأسباب التالية:

١- سببت الحرب تضاؤلاً كبيراً في استيراد سورية. سواء منه الاستيراد لغايات إنتاجية أم لغايات استهلاكية، وكان لذلك تأثيران متعاكسان على التصنيع:

الأول: بالنسبة للصناعات الحديثة والحرفية التي كانت تعتمد على المواد الأولية الأجنبية اضطرت إلى التوقف أو الحد من نشاطها مادام الاستيراد متوقفاً أو ضعيفاً، وإما إلى الاستعاضة عن المادة الأولية الأجنبية بمواد أولية وطنية إذا سمحت الإمكانات.

الثاني: أما الصناعات التي كانت تعتمد على المواد الأولية الوطنية فقد كان توقف الاستيراد أو تضاؤله عاملاً أساسياً في زيادة تراكم رساميلها، وفي إنماء تجديد إنتاجها الموسع وفي تطويرها حسبما تسمح الظروف القائمة.

٢- كان من نتائج الحرب واحتلال الحلفاء لسورية ولبنان، أن زاد التداول النقدي زيادة كبيرة بسبب نفقات الجيوش المحتلة، وتضاؤل الاستيراد، ورقابة القطع والمضاربة.

٣- وكان من نتائج ذلك كله ارتفاع الأسعار بشكل صاعد، مكن المنتج الوطني من تحقيق أرباح هامة، ودفعه إلى العمل بكل الوسائل لتوسيع إنتاجه وتطويره.

٤- خلال فترة الحرب، هجرت السلطات المحتلة نظام الحرية الاقتصادية الذي ساد الاقتصاد السوري خلال فترة مابين الحربين، وتدخلت بالحياة الاقتصادية والنقدية والمالية ونتج عن ذلك نتائج متباينة أهمها:

إن احتكار الحلفاء للحبوب، وفرضهم على الفلاح أسعار شراء رخيصة وتقديم كميات كبيرة، في مرحلة ترتفع فيها أسعار السلع كثيراً، أرهق الفلاح وأعاق تطور الزراعة إلى حد كبير. في حين أن تدخل السلطات لاستيراد المواد الأولية والمعدات وبعض المواد الغذائية، وإقامة نظام توزيع يسمح إلى حد ما بتأمين المواد الأولية للصناعة، مما سمح لمؤسسات كثيرة أن تتغلب على الصعوبات الناشئة عن الحرب. كما أن للمبالغ التي أنفقها الحلفاء في سورية ولبنان أهمية كبيرة والتي تقدر بـ ٨٠٠ مليون ليرة سورية، وللقرار رقم ٢٣٥ تاريخ ١٩٤٣/٥/٣٠ الذي خول مكتب القطع بيع الاسترليني لكل شخص طبيعي أو حكمي، يطلب شراءه، دون تحديد المقدار أو تبيان السبب، مما مكن البلاد من التغلب على التضخم النقدي الناشئ، وتحويل نصف المبلغ المذكور تقريباً إلى جنيهات استرلينية استخدمت لتأمين حاجات البلاد ومنها التصنيع. وقد وصل عدد الشركات المساهمة التي أسست حتى نهاية عام ١٩٤٥ تسع عشرة شركة مساهمة يوضحها الجدول رقم (١)* المرفق، هذا وقد بلغ الإنتاج الصناعي والزراعي عام ١٩٤٥ حسب الجدول التالي (منير الشريف دمشق):

المنتجات	الوحدة	الكمية ١٩٤٤
آ- المنتجات الغذائية:		
محفوظات الفواكه	طن	٣٢٥٠
زبدة	طن	٣٨٣
سمنة	طن	٤٩٥٠
جبنة	طن	٤٧٠٠
دقيق	طن	٢٠٠٠٠٠
نشاء	طن	١٤٦

*أنظر الملحق

معجنات	طن	٢٦٠
ب- الكحول المقطرة:		
الكحول المكررة	هيكتولتر	٣٢٣٣٢
الكحول المغشوشة	هيكتولتر	٣٠٧٨٥
النبيذ	هيكتولتر	١٠٤٩٣٠
العرق	هيكتولتر	٥٩٩٠٤٥
مشروبات مقطرة مختلفة	هيكتولتر	٧٨٥٣
جـ- الدخان:		
دخان مصنوع	كغ	٦٠٨١٨٨
تنباك		٣٣٣٩٤٨
سجائر		١٢٢١٢١٩
نيكوتين	ليتر	٢١٨٥
د- الزيوت والشحوم		
زيت الزيتون	طن	٤٠٠٠
هـ- الصناعات الكيماوية		
الثقاب	١٠٠٠ علبة	١٦٢٥٠
صابون	طن	٣٨٣٨
و- صناعة الجلود المعدة للاستعمال والجلود الخام		
بقر - نعل	طن	٩٥
شيفرو	قدم مربع	٥٦٠٠٠٠
جلود غنم وماعز	قطعة	٢١٠٣٤٦
ز- صناعة النسيج		
منسوجات حرير طبيعي	متر	١٠٦٥٠٠
منسوجات حرير اصطناعي	متر	٢٤٦٠٠٠٠
أقمشة من الحرير الخالص والمخلوط	قطعة ٥-٦م	١٣٠٠٠٠٠
منسوجات الأثاث المصنوع من الحرير الطبيعي والاصطناعي	متر	٤٢٥٠٠٠
خيوط قطن	طن	١٣٥٠

منسوجات قطنية		
صاية ديما	قطعة ٥-٦م	٢٥٥٠٩٠٠
كوتيل دريل	متر	١٠٤٣٠٠٠
منسوجات قطنية أو بوبلين	متر	
مقشش	قطعة	٦١٠٠٠٠
أغباني	قطعة	٢٤٦٠٠
لفحات وحطات وزنانير	٢-٥ م	١٢٧٩٥٢٠
شراشف سرير قطن	متر	١٢٥٠٠٠
منسوجات قطنية تقليد الجوخ	متر	٩٠٧٩٠٠
عبايات، عباءات		٩٨٧٠٠
أقمشة من الصوف الخالص والمخلوط	متر	١٠٠٠٠٠
جرسة، بلوزات كنزات		
١- من الصوف الخالص	قطعة	٢١٠٠٠
٢- من الصوف والقطن	قطعة	٥٧٥٠٠
٣- من القطن الخالص	قطعة	١٤٥٠٠٠
٤- من القطن والحرير الصناعي	قطعة	٥٠٠٠
٥- من الحرير الصناعي	قطعة	١٠٠٠
جوارب للسيدات	دزينة	٧٨٠٠٠
جوارب للرجال	دزينة	١٥٦٠٠٠
مكبات وخيطان	طن	٣١٣٠
إنتاج القوة الكهربائية	كيلوواط	٢٩٠٥٢٠٠٠ عن عام ١٩٤٣
صناعة المواد المنجمية غير المعدنية		عن عام ١٩٤٣
الأسفلت	طن	١٧٦٠٠٠
اسمنت	طن	٣٥١٠٦
البلاط المصنوع من الاسمنت	متر مربع	٣٠٠٥٠
الملح	طن	٢١٧٨٣
الإنتاج الزراعي		

١- قمح وشعير وذرة وشوفان وأرز	طن	٨٨١١٦٧
٢- عدس وفول وحمص، فاصوليا، كرسنة، جلبـلن، بطاطا، ثوم، بطيخ	طن	٤٨٦٦٠٣
٣- تنباك، قطن محلوج، قنب، سمسم، قصب سكر	طن	١٦١٩٠
٤- أشجار: زيتون، كروم، برتقال، فستق، لـــوز، مشمش، جوز، تين، تفاح، كمثرى، خـــوخ، دراق، سفرجل، رمان، موز		٣٩٥٨٨١
الخضار		١١٠٠٦٠

يتضح من الجدول السابق ضعف الإنتاج السوري وعدم إمكانيته تأمين الحـــد الأدنى الضـــروري لمعيشة أبناء سورية البالغ عددهم ثلاثة ملايين نسمة عام ١٩٤٥ ويتبدى ضعف هذا الإنتاج مـــن خلال استيراد سورية للمنتجات الصناعية، والغذائية الأجنبية بشكل يفوق بكثير وبشكل مســـتمر قدرة البلاد على التصدير. وبالرغم من أن أرضنا زارعية، إلا أننا كنا نضطر إلى استيراد الكثير مـــن المواد الغذائية الأساسية طول فترة الإنتداب. كالقمح، والأرز، والزيوت النباتية ومنتجات الألبـــان وغيرها. وإن دل ذلك على شيء، إنما يدل على عجز المستعمر عن تطوير مصادر إنتاجنا الوطـــني، واحتفاظهم بالبلد سوقاً للإنتاج الأجنبي وتوظيف الرساميل الأجنبية ومكاناً للســـيطرة السياســـية (السباعي ١٩٦٧). وليس أدل على ذلك، من أن نعلم أن العجز في الميزان التجاري السوري بـــين أعوام ١٩٢٠ - ١٩٤٣ بلغ مامجموعه ٧٨٤١٣٩٤٢٨ ل.س بحيث يبلـــغ العجـــز الســـنوي بالمتوسط ٣٤ مليون ل.س دون الأخذ بعين الاعتبار الانخفاض الكبير للفرنك الفرنسي، الذي كـان يشكل التغطية الأساسية لليرة السورية (السباعي ١٩٦٧). وهكذا، يبدو أن التصنيـــع لم يصـــل آنذاك للدرجة التي يكفي بها حاجة البلد. وذلك بسبب سيطرة الرأسمال الأجنبي على مختلف فـــروع الاقتصاد وتسخيره لخدمة الإحتكارات الأجنبية. علماً أن هذا النظام عمل على إقامـــة المنشـــآت الاقتصادية التي تسهل وتخدم احتكاراته، حيث أن من ضمن ما أقام، ونتيجة لبعثة "لانـــور" الـــتي زارت سورية عام ١٩٢٩م، العديد من التجارب على زراعات تهم الاقتصاد الفرنســـي، وبذلـــت غرفتا تجارة ليون، ومارسيليا وجمعية التجار والصناعيين الفرنسيين للشرق العديد مـــن النشـــاطات كإقامة المعارض، وأسس المكتب التجاري للشرق وجُعل مركزه بيروت، وهو يشتمل على مصلحـــة للمعلومات التجارية وصالة للمساطر ومكتبة، كما تمكن من تأسيس بورصة بيروت. كما بذلـــت جهود مماثلة تقريباً في دمشق (السباعي ١٩٦٧).

وهكذا، لما كانت سورية ولبنان منذ القديم في وحدة اقتصادية تامة، تشمل جميع مظاهر العلاقات الاقتصادية: من وحدة جمركية ونقدية، ونظام ضرائبي موحد، وحرية النقل للرساميل والأشخاص والسلع، وحرية العمل، وكانت المفوضية الفرنسية، أيام الانتداب تدير المصالح المشتركة بين البلدين، مستأنسة برأي "المجلس الأعلى للمصالح المشتركة". لذلك، كانت بورصة بيروت تقوم بكافة المهام المطلوبة منها في مجال الأوراق المالية للشركات المساهمة التي أسست في سورية ولبنان، كما كان في سورية العديد من بيوتات الصيرفة التي كانت تقوم بأعمال الوساطة لبيع وشراء الأوراق المالية لهذه الشركات إضافة لوظيفتها الأساسية وهي تداول النقود.

٣- الفترة الواقعة مع بدء الإستقلال وحتى قيام دولة الوحدة ١٩٥٨

يمكن القول إن سورية حصلت على استقلالها بانسحاب القوات الأجنبية من البلاد عام ١٩٤٦، وأصبح أمام الحكومة الوطنية مهمات كبيرة، تتعلق بالبناء وإعداد الخطط والبرامج الإنشائية. وتطوير الاقتصاد بزراعته وصناعته وتجارته. صحيح أن الاستقلال السياسي كان أهم مكسب ناله الشعب العربي السوري بعد جهاده الطويل، إلا أنه يبقى محدوداً وفارغاً من مضمونة إذا لم تتمكن السلطة الوطنية من التخلص من مخلفات الاستعمار التي زرعها ليبقى مسيطراً بواسطتها على أعنة الحياة الاقتصادية مثل، بنك سورية ولبنان، والشركة الجزائرية للتسليف والصيرفة، وشركة كهرباء وحافلات دمشق، وشركة كهرباء وحافلات حلب، وخط حديد حماة وتمديداته، وإدارة حصر الدخان وغيرها من الشركات التي كانت ممسكة بزمام معظم النشاط الاقتصادي في القطر والتي كان يعول عليها في استمرار نشاطاته الاقتصادية، وتمكين التبعية لها في هذا المجال (عرودكي ١٩٧٢، السباعي ١٩٦٧). وفي هذا المجال قال الرئيس شكري القوتلي في احتفال العيد الأول للجلاء: "إننا نودع اليوم عهد الهدم ... ونستقبل عهد البناء ... كنا نقارع بالأمس الأجنبي المستعمر باعتباره مصدر كل داء وأساس كل بلاء، فصار لزاماً علينا أن نجادل اليوم الفقر، وأن نبدد ظلمات الجهل وأن نحارب الفوضى والشغب وأن نوطد النظام ... علينا أن نصلح أداة الحكم، وأن ننصرف إلى العمران، وأن نعد الخطوط والبرامج الإنشائية ... التي تؤدي إلى رفع مستوى الفرد الخلقي والعلمي والاقتصادي والاجتماعي ... علينا أن نرقى باقتصادياتنا، بزراعتنا وصناعتنا وتجارتنا إلى المستوى اللائق بشعبنا الذكي الفعال" (السباعي ١٩٦٧). وهكذا، كان على السلطة الوطنية البرجوازية، حتى تتمكن من بناء اقتصاد وطني متطور يدعم استقلالها، ويساعدها على تحقيق واجباتها الوطنية أن تتخلص من سيطرة الرأسمال الأجنبي. وكانت الظروف الخارجية والداخلية التي تعيشها سورية آنذاك مساعدة على تحقيق تلك المهمة لأن هدف الرأسمال الأجنبي الجوهري كان نهب خيرات البلاد وتركها متخلفة وفي خدمة صناعته ورفاهية شعبه. وقد ساعد السلطة الوطنية آنذاك أنها حظيت بالسلطة السياسية والإدارية والتشريعية دون أن تحد من هذه السلطات أية معاهدة أو قيد استعماري. فلم يعد هناك مفوض سامي حول جهاز

الإدارة والتشريع إلى أداة في صالح الرأسمال الأجنبي، وانتهج سياسة اقتصادية وجمركية تعرقل نمو الرأسمال الوطني، وتؤخر تطور البلاد الصناعي.

لقد غدت البرجوازية متربعة على مقاعد الحكم، ومتمتعة بجميع الإمكانيات التي تحد من نشلط الرأسمال الأجنبي أو تصفيته. ويظهر خطر هذا الرأسمال على الرأسمال الوطني وتطوره إذا علمنا حجم هذا الرأسمال ومجال تغلغله في الاقتصاد الوطني. ففي دراسة قام بها السيد عادل فرعون عام ١٩٥٢، وضح فيها عدد الشركات الأجنبية في سورية ومجال نشاطاتها وهي كما يلي (السباعي ١٩٦٧):

الشركات الأجنبية في سورية ١٩٥٢

الهوية	العدد	رأس المال	
	د		
لبنانية	٩٨	٤٨٢٩٣٣٤٥	ليرة لبنانية
انكليزية	٢٧	٥٤٠٢٠٦٠٠	جنيه استراليني
فرنسية	٢٦	٤٧٣٩٩٦٠٥٠٠	فرنك فرنسي
فلسطينية	٧	٢٢٦٩٠٠	ليرة فلسطينية
فلسطينية	١	٣٠٠٠٠٠	ليرة لبنانية
مصرية	٧	٨١٥٥٥٠	جنيه مصري
أميركية	٦	٦٣١٥٩٩٥٣٠	دولار
سويسرية	٣	٧٧٠٠٠٠٠٠	فرنك سويسري
أردنية	٤	١٤٥٠٠٠	دينار أردني
عراقية	٣	١٠١٠١٠٠	دينار عراقي
بلجيكية	٢	٦٥٣٣٣٣٠٠	فرنك بلجيكي
هندية	٢	١٠٥٠٠٠	جنيه انكليزي
إيطالية	٢	٥٠٦٠٨٢٥٥٠٤	لير إيطالي
هولاندية	١	١٠٠٠٠٠٠	غيلدرز
بانامية	١	٩٠٥٠٠	دولار
دانماركية	١	؟	
سعودية	١	؟	

يبدو جلياً من الجدول السابق ضعف التوظيفات الوطنية مقارنة بالتوظيفات الأجنبية خصوصاً الأمريكية والفرنسية والانكليزية*. كما أن الرأسمال العربي الموظف في سورية ضعيف نسبياً إذا ماقورن بالرأسمال الأجنبي. وقد كان تمركز الرساميل الأجنبية قبل كل شيء في البترول ثم في التبغ والضمان، ثم في النقل والمصارف والطيران والسكك الحديدية والكهرباء. ويلاحظ هنا أن حجم الرأسمال اللبناني كان كبيراً نسبياً، وموزعاً في فروع كثيرة، وذلك بسبب التكامل الاقتصادي بين البلدين والوحدة الاقتصادية التي عاشت بينهما زمناً طويلاً.

وهكذا، فإن مهمة البناء لم تكن سهلة، وأول ماقامت به البرجوازية الوطنية إثر انتخابات تموز عام ١٩٤٣ هو المفاوضات مع الجانب الفرنسي لاستلام المصالح التي كانت تديرها السلطات الفرنسية باسم سورية. وقد انتهت هذه المفاوضات بالاتفاق على نقل المصالح المشتركة إلى الدولتين السورية واللبنانية وذلك اعتباراً من أول عام ١٩٤٤. ومن ضمن هذه المصالح، رقابة السكك الحديدية والموانئ، مصلحة المعادن والمطاط، مصلحة الشؤون المالية للمصالح المشتركة، مصلحة أموال مكتب القطع، مصلحة المراقبة العامة للبرق والبريد، مصلحة الشركات ذات الامتياز، مصلحة الجمارك، مصلحة مراقبة حصر الدخان ... وغيرها. وكان من جراء هذا الاستلام أن أصبحت هذه الشركات الاحتكارية خاضعة لرقابة السلطات الوطنية. وهكذا كان استلام حق التشريع والإدارة والمصالح المشتركة حجر الأساس في استكمال السيادة الوطنية، وفي احتفاظ الاستقلال بجوهره التحرري.

ومن أهم الأمور التي واجهت السلطة الوطنية آنذاك، تحرير النقد السوري من السيطرة الأجنبية، حيث إن الاستعمار كان قد فرض ربط النقد السوري بالفرنك الفرنسي ومنح البنك السوري امتياز إصدار النقد السوري، وحدد شروط الإصدار والتغطية ومكان وجودها. وقد كانت معركة تحرير النقد ليست سهلة خصوصاً وأن هناك ارتباطاً بين النقد السوري واللبناني والإتفاقات المعقودة مع فرنسا كانت تخص النقد السوري واللبناني. وقد استمرت معركة تحرير النقد إلى أن جاءت حكومة السيد خالد العظم فوقعت اتفاقية التصفية مع فرنسا في ٨ شباط ١٩٤٩، ثم جاءت حكومة حسني الزعيم فأبرمت الاتفاقات بموجب صلاحياتها التشريعية ولاتزال هذه الاتفاقات سارية المفعول حتى اليوم (السباعي ١٩٦٧، عشي ١٩٦٢).

---

* راجع الجدولين ١و٢ في الملحق

وقد تابعت السلطة الوطنية البرجوازية عملية تحرير الاقتصاد السوري من الرأسمال الأجنبي ومحاولاتها بناء سورية الحديثة وتدعيم الاستقلال السياسي. وقد كان التأميم إحدى الوسائل الهامة التي اتخذت بعد الحرب للحد من سلطان الرأسمال في كثير من البلدان سواءً المتطورة، أو التي انفصلت عن النظام الرأسمالي أو في البلدان المتحررة حديثاً من التبعية والعبودية الاستعمارية. إن أهمية التأميم تنبع من دوره في الحد من سلطة رأس المال وتقوية القطاع العام، ودفع البلاد خطوات نحو التطور اللارأسمالي في البلدان الرأسمالية، فهو في البلدان النامية ضرورة كبرى للحد من سيطرة الرأسمال الأجنبي واستثماره ولتطوير الاقتصاد الوطني. ورفع مستوى الجماهير ودفع البلاد خطوات كبرى في التطور اللارأسمالي. إن أهمية التأميم هذه دفعت هيئة الأمم المتحدة إلى اتخاذ قرار في ١٩٥٢/١/٢١، فسرّ على أنه اعتراف بشرعية التأميم وحق الأمم، ولاسيما في البلدان النامية، باستثمار ثرواتها الطبيعية بنفسها (السباعي ١٩٦٧). وهكذا، وجدت السلطة الوطنية بالتأميم الوسيلة الناجعة لتخليص البلاد من الرأسمال الأجنبي وتطوير الاقتصاد الوطني. وكان أول ما أممته الدولة هو قطاع المواصلات وأصبح هذا القطاع من قطاعات الدولة. وفي العام ١٩٥١ تم تأميم شركة كهرباء الجر والتنوير والمياه بحلب، وشركة كهرباء وترام دمشق. كما عمدت الحكومة على تصفية امتياز شركة الريجي عام ١٩٥٢، وأممت شركة كهرباء حمص وحماة عام ١٩٥٣. وفي العلم ١٩٥٥ تم التوصل إلى اتفاق مع شركة د.ش.ب على تصفية امتيازها لاستثمار الخطوط الحديدية في سورية. إن عملية التأميم التي انتهجتها السلطات الوطنية أخذت صفة البيع والشراء لاصفة المصادرة بلا تعويض، كما أن السلطة الوطنية اقتصرت على تأميم بعض المؤسسات الأجنبية وخصوصاً الفرنسية والبلجيكية، وعملت على التدخل في نشاط البعض الآخر من خلال إصدار المرسوم التشريعي ١٥١ لعام ١٩٥٢ الذي طالب الشركات الأجنبية العاملة في سورية بأن يكون ممثلها من الرعايا السوريين. كما سمح لكل مؤسسة أجنبية تعمل في الأراضي السورية أن تواصل نشاطها شريطة ضم شركاء سوريين إليها يبلغ إسهامهم فيها مقدار الثلثين (الجريدة الرسمية ١٩٥٢). وكان هدف المشروع هو صبغ الشركات الأجنبية بالطابع السوري وتشجيع السوريين على الاتصال المباشر مع الأسواق الخارجية بعد أن كان معظم الاستيراد والتصدير يتم عن طريق لبنان واللبنانيين. لقد منع المرسوم الإستيراد بواسطة وكيل للشركات الأجنبية غير سوري (السباعي ١٩٦٧).

وهكذا، يمكن القول أن القطر استلم زمام الاستقلال وأمامه تركة مثقلة من التخلف، والأوضاع الاقتصادية والاجتماعية السيئة التي كان عليه أن يتخلص منها وإيجاد الحلول لبناء الدولة الحديثة. وقد كان لوجود الحلفاء على الأراضي العربية السورية وما أنفقته من مبالغ كبيرة من أجل توفير احتياجاتها طيلة فترة الحرب والتي قدرت بنحو /٥٠٠/ مليون ليرة سورية (عرودكي ١٩٧٢). ثم ما أوجدته ظروف هذه الحرب من فرص نتيجة ركود التجارة الخارجية بسبب صعوبة حركة المواصلات العالمية، والطلب المتزايد على معظم السلع، والاضطرار للاعتماد على الموارد والمنتجات المحلية، ثم مانجم عن ذلك من إقامة عدد من الصناعات المحلية والتي تعتمد على الموارد والمنتجات المحلية. مما مكن البرجوازية الوطنية من الاستفادة من الظروف الدولية وسارعت إلى تزعم عملية التصنيع والتطوير للقطاع الزراعي على أنه السبيل لنمو الاقتصاد الوطني ورفع مستوى حياة المواطنين، وكان من شأن ذلك:

١- قيام العديد من الشركات الصناعية لإنتاج عدد من السلع الواسعة الاستهلاك والتي تتوفر موادها الأولية محلياً كالغزول والنسيج القطني، والاسمنت، والكونسروة أو مايمكن استيراده من الخارج بسهولة كالسكر والنسيج الحريري. وقدرت رؤوس الأموال التي استثمرت خلال هذه المرحلة بنحو ٤٠٠ مليون ليرة سورية (عرودكي ١٩٧٢).

٢- معظم هذه الشركات قامت على أساس شركات مساهمة تجاوز رساميل بعضها عدد من ملايين الليرات السورية، وتتمتع بطاقة إنتاجية واسعة. وقد أصبح عدد الشركات الصناعية المساهمة عام ١٩٥٦ مئة وسبع وسبعين شركة مساهمة (سلطانوف وغيره ١٩٥٨). الجدول رقم ٢* يبين أهم هذه الشركات ورأسمالها وعدد أسهمها الذي تجاوز ٣٣١٥٠٠٠ سهم إضافة إلى الشركات التي كانت قائمة قبل وأثناء الإنتداب الفرنسي والتي تم ذكرها في الجدول رقم ١. وتبدو أهمية ودور القطاع الخاص في بناء الاقتصاد الوطني إذا علمنا أن مساهمته في مجمل تكوين رأس المال بين أعوام ٥٤ – ٥٨ كان على الشكل التالي:

مجمل تكوين رأس المال الثابت ٥٤ – ٥٨ (بآلاف الليرات السورية)

السنة	إجمالي	قطاع خاص	قطاع عام
١٩٥٤	٣٣٣٧١٩	٢٩٤٤٦٧	٣٩٢٥٢
١٩٥٥	٣٤٨١٦٢	٢٨٩٣١٧	٥٨٨٤٥

* راجع الملحق

١٩٥٦	٣٧٤٥٨٠	٣٠٥٣٥٣	٦٩٢٢٧
١٩٥٧	٢٦٦٢٦٠	٢٠٥٨١٠	٦٠٤٥٠
١٩٥٨	٣١٩٤٣٣	٢٣٥٣١٣	٨٤١٢٠
المجموع	١٦٤٢١٥٤	١٣٣٠٢٦٠	٣١١٨٩٤
نسبة مئوية	%١٠٠	%٨١	%١٩

(المصدر: المجموعة الإحصائية ١٩٦٠)

يبدو واضحاً دور وأهمية القطاع الخاص من خلال الشركات التي أوجدها في بناء الاقتصاد الوطني حيث أن مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي الثابت أي في حجم الاستثمار وصل عام ١٩٥٨ إلى ٨١% من إجمالي التكوين الرأسمالي في سورية للأعوام ١٩٥٤ - ١٩٥٨.

٢- في العام ١٩٥٣ أرسل المصرف الدولي بعثة إلى سورية لدراسة الواقع الاقتصادي من أجل وضع الخطوط العريضة لبناء خطةٍ اقتصادية تسير بالبلاد إلى التطور والإزدهار. وقد رأت البعثة أن من أهم مظاهر وسمات الاقتصاد السوري خلال تلك المرحلة، نموه السريع، حيث أثر التوسع الصناعي والزراعي على زيادة الدخل القومي الذي ارتفع كما ذكرنا سابقاً، كما أن معدل الاستثمار في سورية كان للسنوات الأربع ١٩٥٠ - ١٩٥٣ (١٣ - ١٤%) من مجمل الإنتاج القومي غير الصافي، ولم تعثر البعثة على أية دلائل في ميزان المدفوعات أو في تركيب الأسعار تدل على أن هذا الحجم من الاستثمار قد موّل بوسائل تضخمية (Dan group ١٩٥٣)

٣- إن الأرباح التي حققتها الصناعة آنذاك شجعت على تدفق بعض رؤوس الأموال العربية خصوصاً من لبنان، وخصوصاً أن لبنان كان يرى نفسه أنه بلد تجاري، لايزدهر إلا بازدهار التجارة، وهذه لاتزدهر إلا بفتح أبواب البلاد أمام السلع الأجنبية. في حين كانت سورية تنطلق من نقطة أخرى: أن الاستقلال السياسي لايمكن أن يعيش بدون استقلال اقتصادي، وبناء الاستقلال الاقتصادي يتطلب تنمية الإنتاج وتطوير الزراعة وتطوير التصدير، ومراقبة الاستيراد، لذلك كانت حماية الإنتاج السوري مسألة حياة أو موت بالنسبة لسورية، وهذا عامل آخر دفع الرأسمال اللبناني الصناعي من التوجه إلى سورية، وهذا يوضح الزيادة الكبيرة في حجم الرأسمال اللبناني المستثمر في سورية حسب الجدول المتعلق بالشركات الأجنبية في سورية عام ١٩٥٢. كما أن زيادة الأرباح الصناعية أدت إلى زيادة استثمار الرأسمال الخاص في مجال الصناعة والزارعة، فازداد عدد الشركات

المساهمة، مما زاد من الحاجة إلى قيام سوق أوراق مالية ليحقق لهذه الشركات عملية بيع وشراء أوراقها المالية وبالتالي تأمين التمويل اللازم لما تحتاجه مشاريعها. خصوصاً بعد تبني سياسة اقتصادية في سورية مختلفة عن تلك المتبعة في لبنان، والانفصال الجمركي عن لبنان والانفصال النقدي أيضاً، وبالتالي حدوث تباعد واختلاف في السياسات الاقتصادية بين لبنان وسورية وهذا يؤدي إلى صعوبة اعتبار بورصة بيروت هي بورصة لبنان وسورية كما كان سابقاً. من هنا، كانت الحاجة ماسة لقيام سوق أوراق مالية نظامية في سورية، وهذا فسح المجال لنشوء سوق غير نظامية للأوراق المالية صغيرة في معظم المدن الرئيسية السورية تتولاها وتقوم بفعالياتها بعض البيوتات التجارية والصيارفة اللذين امتد نشاطهم إلى الأوراق المالية. وقد جذبت أسهم هذه الشركات معظم المدخرات الخاصة الصغيرة منها من الموظفين والعمال وصغار الكسبة، سواء عند الطرح لأول مرة أو حين التداول. كما أن بعض هؤلاء الصيارفة والتجار كانوا أحياناً يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص من أجل إعادة بيعها، أي أخذوا دور صانع السوق حالياً .

وقد تركزت أعمال بورصة دمشق في شارع متفرع من سوق الحميدية لايزال يدعى حتى الآن بسوق البورصة. فقد كانت الشركات تقوم بإصدار أوراقها المالية وتضمن هي بيع هذا الإصدار حيث كان لدى كل شركة موظف مختص يقوم بمهام تسجيل بيع الأسهم ونقل الملكية إلى المشترك الجديد. ويمكننا عزو عدم قيام سوق أوراق مالية في تلك الفترة للأسباب التالية:

١- في السنوات الأولى للاستقلال لم يكن هناك حجم استثمار كاف لإقامة سوق أوراق مالية فلم يكن يزيد عدد الشركات عن اثنتي عشرة شركة.

٢- كانت بورصة بيروت للأوراق المالية التي أسسها الفرنسيون عام ١٩٢٩ تقوم بأعمال السوق للشركات المساهمة السورية واللبنانية نتيجة للوحدة الاقتصادية التي كانت بين القطرين السوري واللبناني.

٣- عندما بدأت تتبلور السوق وتوفر لها حجم الاستثمار الأمثل من الأسهم والسندات، بدأت تتبلور تيارات معاكسة للتوجهات الاقتصادية التي كانت سائدة آنذاك، حيث صدر العديد من التشريعات التي تحد من نشاط القطاع الاقتصادي الخاص، كقانون الإصلاح الزراعي، وقانون تنظيم العلاقات الزراعية، وقرارات التأميم التي تناولت

عدداً من المشاريع الصناعية، بالإضافة إلى تعريب المصارف وشركات التأمين القائمة فيه (عرودكي ١٩٧٢).

إن إقبال الناس على التعامل بالأوراق المالية آنذاك نابع من المصداقية والشفافية في سلوك معين التزم به أصحاب الفعاليات الاقتصادية، وهذا ماأعطى السوق واقعية لكن غير رسمية، فالغاية من وجود السوق كانت متوفرة دون إعلان شروط قيامه من قبل الدولة. لكن الشكل الذي كان عليه لم يحقق متطلبات النمو الاقتصادي المطلوب بسبب غياب تشريع متخصص يحكمه وينسق فعالياته بما يحقق أكبر فائدة مرجوة من تواجده لخدمة تمويل الاستثمار.

وهكذا، ظهرت أصوات اقتصادية نادت بضرورة تشريع وتنظيم قيام سوق أوراق مالية منظم، وفي ضوء ذلك تم وضع التشريع اللازم لقيام السوق عام ١٩٦٠ إلا أنه لم يكتب لها النجاح (عشي ١٩٦٢) بسبب التوجهات الاقتصادية الجديدة لدولة الوحدة آنذاك.

٤- استناداً إلى سلطانوف وغيره في كتابه سورية الحديثة الصادر عام ١٩٥٨ أن عدد الشركات المساهمة التي نشأت في سورية وصل حتى عام ١٩٥٦ إلى ١٧٧ شركة. وبعد التفحص والتمحيص بمصادر وزارة التموين والتجارة الخارجية تمكنا من الحصول على أسماء الشركات وعناوينها ورأسمالها وتاريخ التأسيسها.

هذه الشركات التي أسست منذ تاريخ الاستقلال وحتى قيام دولة الوحدة بين سورية ومصر عدا الشركات التي كانت قائمة، والتي بلغت حسب مصادر وزارة التموين والتجارة الداخلية ١٣١ شركة وبلغ عدد أسهمها آنذاك ١٤٥٩٠٨١ سهماً*.

وهكذا، يمكننا اعتبار هذه الفترة من تاريخ سورية الاقتصادي بالفترة الذهبية الملائمة لقيام سوق للأوراق المالية وذلك بسبب النمو السريع والكفء للاقتصاد الوطني. حيث بلغ عدد الشركات المساهمة ١٣٣ شركة وفق مصادر وزارة التموين والتجارة الداخلية، عدا الشركات التي كانت موجودة قبل الاستقلال وبلغ عدد أسهمها كما هو واضح من الجدول ١٤٥٩٠٨١ سهماً. إن عدم وجود سوق أوراق مالية في ذلك الوقت كان عاملاً هاماً في عدم تشكيل شركات مساهمة أخرى أو في تشكيل شركات صغيرة الحجم مقارنة بالتوظيفات

---

* راجع الجدول رقم ٢ بالملحق

الأجنبية التي تحدثنا عنها سابقاً. وينعكس ذلك بشكل واضح على مؤسسي تلك الشركات إذ لاحظنا من خلال الاطلاع على أسماء المؤسسين لتلك الشركات، أن أغلب المؤسسين تجمع بينهم روابط عائلية كالمصاهرة والنسب والقرابة أو عن طريق تبادل المصالح التجارية والمالية (عرودكي ١٩٧٢).

٣- الفترة التي امتدت خلالها الوحدة ١٩٥٨/٢/٢٢ إلى ١٩٦١/٩/٢٨

كان إعلان الوحدة بين القطرين العربين السوري والمصري بداية مرحلة جديدة من تطـــور الاستثمار والتنمية الاقتصادية في سورية. فبعد أن تمكنت البرجوازية الوطنية من بناء صناعة حديثة ووسعت فروع صناعات أخرى مستفيدة من الرساميل التي تكدست في سورية خلال الحرب العالمية الثانية، جاءت الوحدة، فشجعت أصحاب المشروعات الصناعية والزراعية في القطر العربي السوري لتوسيع مشروعاتهم أو إقامة مشروعات وفروع جديدة لها، وكانت دافعا لأصحاب رؤوس الأموال الآخرين لدخول هذا الميدان والقيام ببعض المشروعات التي وجدت أن هنـــالك مجـــالا في القطـــر المصري لتصريف إنتاجها. وشهد القطر العربي السوري نهضة وفورة صناعية خلال هـــذه المرحلـــة بالقياس إلى ماسبقها من مراحل (السباعي ١٩٦٧، عرودكي ١٩٧٢). واســـتنادا إلى ســـجلات وزارة التموين والتجارة الداخلية، فقد تم إنشاء مايقارب الستين شركة مساهمة جديدة خلال فـــترة الوحدة بين ١٩٥٨ - ١٩٦١، بلغ عدد أسهمها مـــايزيد عـــن ٢١٥٦٠٨٠ ســـهما إضافـــة للشركات التي كانت قائمة من قبل، الجدول رقم ٣* يوضح عدد وأسماء ورأسمال الشركات الـــتي تأسست خلال تلك الفترة.

إن النمو السريع والفعال للاقتصاد، والحاجة إلى تجميع كافة المدخرات الوطنية وزجـــها في خدمة الاستثمار وبناء اقتصاد وطني قوي يحتاج إلى المزيد من الشركات المساهمة التي ومن خـــلال تجزئة رأسمالها إلى أسهم صغيرة تسمح بتجميع أكبر قدر ممكن من الرأسمـــال الوطـــني، المكتـــز أو المستثمر في مشاريع صغيرة ذات فعالية محدودة في بناء الوطن، وبالتالي فإن الحاجة إلى إيجاد ســـوق للأوراق المالية لبيع وشراء أسهم وسندات الشركات المساهمة كانت ضرورة وطنيـــة واقتصاديـــة، وهذا مادفع رجال الأعمال والاقتصاد إلى المناداة بضرورة إقامة سوق للأوراق المالية أسوة بالتشريع المعمول به في مصر. خصوصا وأن بعض الصيارفة والوسطاء كانوا يقومون بأعمال هذه الســـوق في عدد من المدن السورية الكبرى، دون أن يخضعوا في ذلك إلى أية مراقبة أو تنظيم. وهكذا تم وضـــع التشريع اللازم لتنظيم السوق المالية عام ١٩٦٠ (عشي ١٩٦٢). إلا أنه بدأت تتبلور اتجاهـــات اقتصادية حديثة كان من نتائجها تأميم العديد من المشاريع الاقتصادية، الصناعية والتجارية، وتطبيق قانون الإصلاح الزراعي المعمول به في مصر، وصدور قانون العلاقات الزراعية. ولذلك بقي هـــذا

---

* راجع الجدول رقم ٣ بالملحق

المشروع حبراً على ورق لأن التأميم قضى على أغلب الشركات المساهمة وبالتالي دفع القطاع الخاص إلى الإحجام عن إقامة مشاريع جديدة، وعمل على تصفية المشاريع القائمة وتهريب أمواله إلى خارج القطر.

وهكذا، فإن دولة الوحدة تبنت سياسة اقتصادية جديدة تهدف إلى إعطاء القطاع العام دوراً أساسياً ورائداً في بناء الاقتصاد الوطني. وقد تجلى ذلك من خلال المذكرة الإيضاحية التي صدرت عن وزير شؤون رئاسة الجمهورية بمناسبة إصدار قوانين التأميم في ٢٠ تموز ١٩٦١ والتي جاء فيها: "إن وجود القطاع العام في الاقتصاد أصبح أمراً بالغ الحيوية إذا ما أريد إقامة مجتمع جديد قائم على الكفاية ويحميه العدل ... ، فالقطاع العام هو ملكية الشعب، ملكية الأمة، ..، ومن هنا فإن القطاع العام ليس طريقنا إلى مصادرة الملكية، وإنما هو طريق إلى توسيع قاعدتها" (منهاج التثقيف الحزبي – دراسات اقتصادية ١٩٨٢).

وهكذا، رأت دولة الوحدة، أن الاعتماد على القطاع الخاص في بناء الاقتصاد الوطني لم يكن كافياً. خصوصاً وأن هذا القطاع، لم يكن همه سوى جني الأرباح بعيداً عن أي اعتبارات تتعلق بنمو القطاعات الاقتصادية الأخرى، وتوفير التوازن والتنسيق بينها. كما أن دولة الوحدة كانت قد بدأت بوضع أول خطة إنمائية خمسية منذ عام ١٩٦٠ في هذا القطر، وكانت هذه محاولة لجعل التنمية الاقتصادية والاجتماعية تسير ضمن مبادئ أولية للتخطيط العلمي، بعد أن كانت المشاريع تنفذ تبعاً لما تراه كل من الجهات ذات العلاقة وبمعزل عن غيرها من القطاعات الاقتصادية الأخرى. أضف إلى ذلك أن قيام أول وحدة بين سورية ومصر في التاريخ الحديث، وما لقيام مثل هذه الوحدة من أهمية بالنسبة لسورية والوطن العربي من حيث تحقيق الظروف الموضوعية والإمكانات المادية لإقامة اقتصاد عربي متكامل، مما يشكل تهديداً للاحتكارات الرأسمالية العالمية في الوطن العربي، وخصوصاً على إثر ازدياد حركات التحرر العالمية وبروز معسكر جديد مناهض للإمبريالية العالمية وداعم لحركات التحرر العالمية. هذا الوضع الجديد جعل الإمبريالية العالمية تفكر بوسائل عمل جديدة، تنبذ من خلالها الشكل الاستعماري السابق لتحافظ على جوهره. وهذا مادفعها إلى دعوة البرجوازية الوطنية إلى التفكير في وحدة المصير وإلى إقامة نوع من التعاون والعمل المشترك، هذه الدعوة وجدت آذاناً صاغية لدى بعض أجنحة هذه البرجوازية، وهنا يكمن السر في محدودية وبطء التدابير التي اتُخذت ضد مواقع الاستعمار الاقتصادية وسبب توسيع وتوطيد هذه المواقع (السباعي

١٩٦٧). إن البرجوازية الجديدة كانت مرتبطة بالبرجوازية العالمية وتحت سيادتها وبالتالي فقدت الطابع الإيجابي الذي تمتعت به فيما مضى (منهاج التثقيف الحزبي، دراسات اقتصادية ١٩٨٢).

وهكذا، وحتى لايتمكن الرأسمال الجديد مدعوما من الإمبريالية العالمية من معاودة السيطرة على الحكم، فقد صدرت قرارات التأميم في تموز من عام ١٩٦١ والتي تناولت عددا من المنشآت والشركات الصناعية في القطر، وتعريب المصارف وشركات التأمين القائمة فيه. وكان الهدف من قرارات التأميم هذه ليس مصادرة رؤوس الأموال بل المشاركة في رؤوس الأموال هذه وتوسيع قاعدة الملكية، ويتضح ذلك من خلال مراسيم التأميم التي صدرت من أهمها:

- القانون رقم ١١٨ تاريخ ١٩٦١/٧/٢٠ يقضي بمشاركة الدولة بـ ٥٠% من رأسمال الشركات التالية (الجريدة الرسمية ١٩٦١):
  ١- شركة معامل سامي صائم الدهر للغزل والنسيج.
  ٢- الشركة العربية المتحدة للصناعة.
  ٣- شركة الأقطان والزيوت.
  ٤- شركة مطاحن الزهراء.
  ٥- الشركة العربية لتجارة وحلج وتصدير الأقطان.

- كما أن القانون رقم ١١٩ الصادر بتاريخ ١٩٦١/٧/٢٠ يقضي أيضا بمشاركة الدولة في ملكية الشركات التالية، كما أن القانون حرص على توسيع قاعدة الملكية من خلال منع أي شخص طبيعي أو معنوي من امتلاك في تاريخ صدور هذا القانون من أسهم الشركات المبينة ماتزيد قيمته عن ١٠٠٠٠٠ ل.س وتؤول إلى الدولة ملكية الأسهم الزائدة ومن أهم هذه الشركات (الجريدة الرسمية ١٩٦١):
  ١- الشركة الأهلية للغزل والنسيج.
  ٢- شركة المغازل والمناسج.
  ٣- شركة المطابع الفنية.
  ٤- الشركة الوطنية لصنع الشمنتو ... الخ.

وهكذا، فإن هذه المرحلة من عمر القطر تعتبر من أغنى المراحل وأكثرها ملاءمة لإنشاء سوق للأوراق المالية، لولا قرارات التأميم التي صدرت والتي انهت بدورها الدور الهام للشركات

المساهمة والقطاع الخاص في إدارة وتمويل الاقتصاد الوطني وبالتالي تلاشى الأمل في إقامة سوق للأوراق المالية .

٤- فترة حكم الإنفصال حتى قيام ثورة ٨ آذار ١٩٦٣:

كان الهدف من قيام حكم الانفصال يوم ٢٨ أيلول ١٩٦١ هو العودة بالأوضاع والعلاقات الاقتصادية في القطر إلى ماكانت عليه قبل البدء بتطبيق الإصلاح الزراعي وقرارات التأميم وأن تطلق للقطاع الخاص حريته. وقد اتبعت حركة الإنفصال في سبيل بلوغ هذا الهدف مجموعة من الإجراءات كان في مقدمتها:

١- إلغاء التأميم عن عدد من الشركات والمنشآت الصناعية.

٢- قبول مبدأ المشاركة في المؤسسات المصرفية وشركات التأمين مع المحافظة على أن تكون الأكثرية في رأس المال للعرب السوريين.

٣- تجميد قانون الإصلاح الزراعي عن طريق تطعيمه ببعض الأحكام والنصوص التي تحول دون تنفيذ مضمونه.

٤- عودة القطاع الخاص إلى بعض نشاطه السابق ومحاولته استرجاع مواقعه التي فقدها، نتيجة تطبيق التحويل الإشتراكي، وخاصة تلك المتعلقة بالتأميم والإصلاح الزارعي والعلاقات الزراعية والعمالية.

٥- تخفيف القيود على عمليات الإستيراد والرقابة على النقد الأجنبي، وتزايد الطلب على استيراد المواد والسلع الإستهلاكية.

الفترة التي بدأت منذ ٨ آذار ١٩٦٣ وحتى الآن

يمكننا من اجل ضرورة البحث التمييز بين فترتين من عمر الثورة:

١- الفترة الأولى من عمر الثورة وهي التي تمتد من تاريخ ثورة الثامن من آذار وحتى قيام الحركة التصحيحية ١٩٧٠.

٢- الفترة الثانية وهي التي تمتد منذ قيام الحركة التصحيحية ١٩٧٠ وحتى الآن.

وقد رغبنا في تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين، لأن لكل فترة خصائصها المميزة للاستثمار والتنمية الإقتصادية لذلك لابد من إعطاء كل فترة بعدها الكافي من الدراسة والتوضيح.

١- الفترة الأولى من ٨ آذار ١٩٦٣ وحتى قيام الحركة التصحيحية ١٩٧٠

كانت ثورة الثامن من آذار ١٩٦٣ رداً عملياً وحاسماً على القرارات التي أخذتها حكومة الإنفصال بالتراجع عن المكاسب التي تحققت للجماهير خلال فترة الوحدة، وخاصة المتعلقة بالتأميم والتحويل الإشتراكي، والإصلاح الزراعي. لذلك تميزت هذه المرحلة بالقرارات الثورية والعنيفة في مواجهة الطبقة البرجوازية التي أقامت الإنفصال. وبإعلان الثورة عن تصميمها على الإنطلاق بعملية التحويل الإشتراكي في هذا القطر كسبيل لزيادة الدخل القومي والفردي وتحسين مستوى معيشة المواطنين، وتوفير متطلبات التنمية، اعتبرت الثورة أن القضية الرئيسية التي تواجه بلادنا في الوقت الحاضر هي إحداث تنمية اقتصادية سريعة ومتوازنة وبأقل التكاليف البشرية والمادية. وهكذا بدأت الثورة سلسلة من الإجراءات والتدابير، يأتي في مقدمتها (عرودكي ١٩٧٢):

١- تعديل قانون الإصلاح الزراعي الصادر عام ١٩٥٨ بما يتلافى بعض النواقص والثغرات التي لوحظت أثناء تطبيقه، والعمل على تنفيذ نصوصه.

٢- إقامة عدد من مزارع الدولة والمزارع التعاونية في مناطق الإصلاح الزراعي.

٣- دخول الدولة كشريك في عدد من المشاريع والمنشآت الصناعية بنسبة تراوحت بين ١٠ و ٢٥% من رأسمال كل منها وذلك بموجب المرسوم التشريعي رقم ١ تاريخ ١٩٦٤/٥/٢٥ القاضي بتأميم شركتي (الجريدة الرسمية ١٩٦٤):

١- الشركة السورية للغزل والنسيج المساهمة بحلب.

٢- الشركة الأهلية للغزل والنسيج بحلب.

٤- والمرسوم التشريعي رقم ٢ تاريخ ١٩٦٤/٥/٢٥ والقاضي بمساهمة الدولة في القطاع الصناعي بنسبة ٢٥% من الرأسمال الاسمي المدفوع لتلك الشركات وبلغ عددها خمس عشرة شركة (الجريدة الرسمية ١٩٦٤).

وإن كانت أغلب هذه الشركات قد تم تأميمها زمن الوحدة وتم التراجع عن تأميمها زمن الإنفصال.

٥- مع أواخر عام ١٩٦٤ وأوائل عام ١٩٦٥ صدر عدد من القوانين التي تقضي بتأميم معظم المنشآت الصناعية الهامة تأميماً كاملاً ومصادرة بعض المحلات التجارية. ثم تأميم تجارة الأدوية والمستحضرات الصيدلانية وكذلك حصر استيراد عدد من السلع الرئيسية والغذائية بشركة الاستيراد والتصدير للقطاع العام (سيمكس). وكان قد جرى في الوقت نفسه تأميم جميع المحالج والمطاحن (الجريدة الرسمية ١٩٦٤ - ١٩٦٥).

وقد كان أهم هذه المراسيم:

١- المرسوم التشريعي رقم ٥٤ تاريخ ١٩٦٤/٤/١٦ والقاضي بتأميم ثلاث شركات مساهمة في حلب.

٢- مرسوم تشريعي رقم ٥٦ تاريخ ١٩٦٤/٤/١٩ القاضي بتأميم شركتين هما:

١- الشركة العربية المتحدة. ٢- شركة المغازل والمناسج المساهمة.

٣- مرسوم تشريعي رقم ٥٧ تاريخ ١٩٦٤/٤/٢٠ القاضي بتأميم الشركة العربية لصناعة الأخشاب المساهمة المغفلة في اللاذقية.

٤- مرسوم تشريعي رقم ٥٤ تاريخ ١٩٦٤/٨/١٨ القاضي بزيادة مساهمة الدولة في شركة الصناعات الحديثة المساهمة.

٥- مرسوم تشريعي رقم ١ تاريخ ١٩٦٥/١/٢ القاضي بتأميم عدد من الشركات.

٦- مرسوم تشريعي رقم٢ تاريخ ١٩٦٥/١/٢ القاضي بتأميم بعض الشركات والمنشآت الصناعية ومن ثم تبع هذا المرسوم ملحق مرسوم تشريعي رقم ٥ تاريخ ١٩٦٥/١/٤ وقد تم بموجب هذا المرسوم والملحق تأميم جميع الشركات المساهمة وغير المساهمة والعديد من المحلات التجارية. حيث صدرت مراسيم التأميم هذه بجدولين وملحقين تضمن الجدول الأول ٢٢ شركة والملحق ٦ شركات، أما الجدول الثاني فتضمن واحد وستون شركة ومنشأة فردية والملحق الثاني منشأتان.

وتتميز هذه المرحلة باضعاف دور القطاع الخاص في المشاركة بعملية التنمية الاقتصادية، وبذلك تم تصفية العديد من الشركات التي لم يتم تأميمها والتي بلغ عددها ١٠٨ شركات، حيث عمل أصحابها على إخراج رأسمالها إلى خارج القطر، لبنان والأردن مثلاً. الجداول ١، ٢، ٣ تبين الشركات التي تم تأميمها أو تصفيتها خلال تلك الفترة التي امتدت بين ٨ آذار ١٩٦٣ و١٧ تشرين الثاني عام ١٩٧٠، وقد بلغ عدد الشركات التي تم تأميمها خلال تلك الفترة ٩١ شركة مساهمة عدا المنشآت الفردية التي شملتها قرارات التأميم والتي زاد عددها عن السبعين منشأة فردية (الجريدة الرسمية ١٩٦٥). والجدير بالملاحظة أنه خلال هذه الفترة لم يتم تأسيس غير شركة مساهمة واحدة هي الشركة السورية لصنع البسكويت والشوكلاته ومشتقاتها وقد أممت في العام الذي أسست فيه عام ١٩٦٦ (وزارة التموين والتجارة الداخلية).

ولابد من التنويه إلى أن القرارات الاقتصادية التي اُتخذت في تلك المرحلة من عمر الثورة أدت إلى شلّ دور القطاع الخاص في تمويل التنمية والاستثمار في القطر وبناء الاقتصاد الوطني، ويبدو ذلك واضحاً من خلال عدم تأسيس شركات مساهمة خلال تلك الفترة، كذلك الأمر يبدو انحسار دور القطاع الخاص إذا علمنا أن رؤوس الأموال المدفوعة في الشركات المساهمة المؤممة الصناعية الوطنية للقطاع العام والخاص كانت بنهاية عام ١٩٦٦ (بآلاف الليرات السورية))

قطاع عام ٢٠٣٦٢٣ ل.س

قطاع خاص ٥٥٥ ل.س (المصدر: المجموعة الإحصائية ١٩٦٨).

كذلك الأمر يبدو تضاؤل مساهمة القطاع الخاص في عملية التنمية والاستثمار في القطر من خلال انخفاض مساهمته في التكوين الرأسمالي للأعوام ٦٣ – ٦٨.

توزيع مجمل تكوين الأصول الثابته حسب القطاعين العام والخاص بين ٦٣ – ٦٨.

	القطاع العام		القطاع الخاص		إجمالي	
	المجموع	النسبة المئوية	المجموع	النسبة المئوية	المجموع	النسبة المئوية
١٩٦٣	١٧٠,١	%٢٦,٦	٤٦٩,٤	%٧٣,٤	٦٣٩,٥	%١٠٠
١٩٦٤	١٦٧,٦	%٢٦,٣	٤٦٩,٢	%٧٣,٧	٦٣٦,٨	%١٠٠
١٩٦٥	٢٥٥,٠	%٤١,٣	٣٦٢,٥	%٥٨,٧	٦١٧,٥	%١٠٠
١٩٦٧	٤٩٥,٧	%٥٦,٩	٣٧٥,٣	%٤٣,١	٨٧١,٠	%١٠٠
١٩٦٨	٥٧٤,٢	%٥٩,٩	٣٦٦,٠	%٤٠,١	٩١٣,٢	%١٠٠

(المصدر: المجموعة الإحصائية ١٩٦٨) بملايين الليرات السورية

يلاحظ من الجدول السابق أن مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي الثابت عام ١٩٦٣ وهو العام الذي حصلت فيه الثورة، كان بنسبة كبيرة وصلت إلى ٧٣,٤%. ذلك أن كان للقطاع الخاص الدور الأول في تمويل الاستثمار خلال فترة الإنفصال، وخصوصاً بعد أن تراجعت حكومة الإنفصال عن أغلب قرارات التحويل الإشتراكي التي تبنتها حكومة الوحدة. ويلاحظ أن مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي أخذت تتناقص عاماً بعد آخر لتحل محلها مساهمة القطاع العام وذلك على أثر قرارات التأميم التي اتخذتها حكومة الثورة في مجال التحويل الإشتراكي وإعطاء القطاع العام الدور الأساسي في قيادة الاقتصاد الوطني. بحيث بلغت نسبة مساهمة القطاع العام في التكوين الرأسمالي عام ١٩٦٨ (٥٩,٩%) في حين كانت ٢٦,٦% عام ١٩٦٣. إن عملية التنمية الاقتصادية وتمويل الاستثمار خلال تلك المرحلة، تعتمد كلياً على القطاع العام، لذلك لم يبق هناك سوى النذر اليسير من الشركات المساهمة، وبالتالي لم يكن هناك مجال للتفكير بقيام سوق أوراق مالية لأنه لم يكن هناك مبرر لوجودها. لأن حكومة الثورة آنذاك لم تكن ترى أن هناك ضرورة للقطاع الخاص للمساهمة، من خلال الشركات المساهمة، في تمويل الاستثمار والتنمية الاقتصادية في البلد.

٢- المرحلة الثانية: تمتد منذ قيام الحركة التصحيحية عام ١٩٧٠ وحتى الآن.

تتميز هذه المرحلة من عمر الثورة بأنها عملت على بث الطمأنينة وتحفيز القطاع الخاص والرأسمال العربي والأجنبي على المشاركة في عملية التنمية وبناء سورية الحديثة. لقد بذلت الحركة التصحيحية جهوداً كبيرة ولاتزال من أجل التأثير على الرأسمال الوطني والمغترب والعربي والعالمي، وتشجيعه على الاستثمار وإقامة مشاريع اقتصادية صناعية أو زراعية أو خدمية، إيماناً من الحركة التصحيحية بالدور الهام للرأسمال الخاص إلى جانب القطاع العام في بناء الاقتصاد الوطني. وقد أخذت جهود الحركة التصحيحية مناخات متعددة لتشجيع القطاع الخاص على الاستثمار في سورية. كان على رأس هذه الجهود تشجيعات السيد الرئيس حافظ الأسد للقطاع الخاص، من خلال إبراز الدور الوطني الذي يمكن أن يقوم به القطاع الخاص حيث قال سيادته في الرسالة التي وجهها لمجلس الشعب عام ١٩٨٦: ((إن القطاع الخاص هو نفسه الذي يجب أن يمارس دوره الوطني في المساهمة في التنمية الاقتصادية وتحقيق الاكتفاء الذاتي)). وفي كلمة سيادته أمام مجلس الشعب أيضاً بتاريخ ١٩٩٠/٦/١١ أكد السيد الرئيس على تعدد الأنماط الاقتصادية وعلى حرية المستثمر السوري في اختيار النمط الاقتصادي الذي يلائمه حيث قال

سيادته: ((كل مواطن يستطيع أن يمارس عملاً اقتصادياً بالطريقة التي يراها مناسبة في ظل تعدد الأنماط الاقتصادية)).

وقد قرنت الحركة التصحيحية القول بالفعل، فشجعت القطاع الخاص على المشاركة في بناء الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال عقد اتفاقات مع الدول الكبرى داعية لهم ومشجعة ومقدمة التسهيلات اللازمة من أجل تشجيعهم على الاستثمار في القطر. كذلك الأمر أصدرت الحركة المراسيم والقوانين والقرارات اللازمة لتشجيع القطاع الخاص وتحفيزه على الاستثمار إيماناً منها بأن للرأسمال الخاص دور إيجابي وأساسي في بناء الاقتصاد الوطني ومواجهة التحديات المختلفة التي يفرضها العصر من مختلف النواحي الإجتماعية والسياسية والاقتصادية. وكان من أهم الإتفاقيات والمراسيم التي صدرت تشجيعاً للاستثمار (د. منير الحمش):

١- اتفاقية مع حكومة الولايات المتحدة الأمريكية تتعلق بكيفية ضمان الاستثمارات الأمريكية في سورية والتي تم التصديق عليها بالمرسوم التشريعي رقم ٣٣ عام ١٩٧٧.

٢- إتفاقية مع الإتحاد السويسري تتضمن تشجيع وحماية الاستثمارات بين الدولتين وتم التصديق عليها بالمرسوم التشريعي رقم ٢٤ لعام ١٩٧٨.

٣- إتفاقية مع الحكومة الفرنسية تتضمن تشجيع وحماية الاستثمارات بين البلدين مصدقة بالمرسوم التشريعي رقم ٣٠ لعام ١٩٧٨.

٤- إتفاقية مع جمورية ألمانيا الاتحادية لتشجيع وحماية الاستثمارات بين البلدين مصدقة بالمرسوم التشريعي رقم ٣٤ لعام ١٩٧٨.

أما المراسيم والقرارات التي صدرت في مجال تشجيع الاستثمار في سورية ودعوة الرأسمال الخاص إلى العودة من أجل تحمل المسؤولية في عملية بناء الاقتصاد الوطني فكان أهمها:

١- المرسوم التشريعي رقم ٧٧٩ لعام ١٩٧٠ حول السماح بفتح حسابات بالقطع الأجنبي لدى المصارف.

٢- المرسوم التشريعي رقم ١٠ لعام ١٩٨٦ وتعليماته التنفيذية الخاصة بتشجيع استثمارات القطاع الخاص والمشترك في تنمية القطاع الزراعي والذي تم على إثره تأسيس العديد من الشركات المساهمة في المجال الزراعي يوضحها الجدول رقم ٤* المرفق بالملحق.

٣- المرسوم التشريعي رقم ١٨ لعام ١٩٧١ الخاص بإحداث هيئة عامة للمناطق الحرة في الجمهورية العربية السورية، والمرسوم رقم ٨٤ لعام ١٩٧٢ الذي صدّق على نظام

---

* راجع الجدول رقم ٤ بالملحق

الاستثمار للمناطق الحرة والأسواق الحرة والقرارات والتعليمات الأخرى الناظمة للاستثمار في المناطق الحرة.

٤- القرار رقم ١٨٦ لعام ١٩٨٥ (المجلس السياحي الأعلى)) والذي يقضي بإنشاء الشركات المشتركة في مجال السياحة والتي كان من نتائجه قيام العديد من الشركات السياحية. يبينها الجدول رقم ٥* .

٥- القانون رقم ١٠ لعام ١٩٩١ الخاص بتشجيع الاستثمار والأنظمة والقرارات التنفيذية لهذا القانون الذي جاء تتويجاً لمجموعة القوانين والأنظمة الخاصة بتشجيع الاستثمار. وكان من نتيجة هذا القانون إقامة العديد من الشركات المساهمة يبينها الجدول رقم ٦ من حيث العدد ورأس المال وعدد الأسهم. وكان الهدف من إصدار هذا القانون تشجيع الرأسمال العربي السوري والمغترب والرأسمال العربي والأجنبي للمساهمة في المشاريع الاستثمارية في الصناعة والزراعة والنقل وغيره (الحمش، البحرة ١٩٩٦).

٦- التأكيد على استمرار العمل بالمرسوم رقم ١٠٣ لعام ١٩٥٢ بشأن الإعفاءات الضريبية والمساعدات للمشاريع الصناعية والقرارات والتعليمات التنفيذية لهذا المرسوم وقد تم بناءً على هذه التأكيدات إحداث العديد من الشركات المساهمة على أساس قانون التجارة ١٤٩ والموضحة بالجدول رقم ٧** .

وهكذا يبدو واضحاً مدى الإستجابة الكبيرة للمستثمرين السوريين والعرب والأجانب للاستثمار في سورية مدفوعين بما يتمتع به مناخ الاستثمار من مزايا يأتي على رأسها الاستقرار السياسي والاقتصادي المتميز والموقع الجغرافي والوفرة في المواد الأولية المحلية وتنوعها والأيدي العاملة المدربة والرخيصة الأجر والاقتصاد المتعدد القطاعات والمجالات. كل هذه الأمور من شأنها أن توفر ربعاً اقتصادياً للمشاريع الاستثمارية وتزيد من قدرة منتجاتها على المنافسة في الأسواق الخارجية.

ويبدو ذلك واضحاً من خلال زيادة مساهمة القطاع الخاص في حجم التكوين الرأسمالي مقارنة بالقطاع العام. حيث كانت نسبة مساهمة القطاع الخاص قبل الحركة التصحيحية لاتتعدى ٣٠% عام ١٩٧٠ وارتفعت هذه النسبة إلى ٥٧% عام ١٩٩٤. الجدول التالي يبين حجم مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي الإجمالي.

---

* راجع الجدول رقم ٥ بالملحق

** راجع الجدول رقم ٧ بالملحق

جدول رقم ٩، جدول يبين مساهمة القطاع الخاص والعام في التكوين الرأسمالي الثابت (بالاسعار الجارية (ملايين الليرات)

السنة	مجمل التكوين الرأسمالي الثابت	النسبة المئوية	القطاع العام	النسبة المئوية	القطاع الخاص	النسبة المئوية
١٩٦٣	٥٣٧	١٠٠%	٢٩٢	٥٤%	٢٤٥	٤٦%
١٩٧٠	٩٠٦	١٠٠%	٦٣٨	٧٠%	٢٦٨	٣٠%
١٩٨٥	٢٠٠١٦	١٠٠%	١٣٢٦٥	٦٦%	٦٥٧١	٣٤%
١٩٩٢	٨٦١٢٠	١٠٠%	٢٧٩٢١	٣٢%	٥٨١٩٣	٦٨%
١٩٩٣	١٠٧٤٦٦	١٠٠%	٤٠٧٤٤	٣٨%	٦٦٧٢٢	٦٢%
١٩٩٤	١٥٠٣٥٧	١٠٠%	٦٤١١٦	٤٣%	٨٦٢٤٣	٥٧%

(المصدر: المكتب المركزي للإحصاء – المجموعة الإحصائية ١٩٩٥)

نلاحظ أن مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي الثابت تعرضت للصعود والهبوط حسب التوجهات الاقتصادية للثورة. ففي العام ١٩٦٣ الذي هو عام الثورة كانت مساهمة القطاع الخاص ٤٦%، وقد أخذت هذه النسبة بالتناقص وذلك بسبب المواقف والتوجهات الاقتصادية لثورة الثامن من آذار التي أخذت تحد من مساهمة القطاع الخاص في الاستثمار وتدعم القطاع العام والتحويل الإشتراكي إضافة لقرارات التأميم التي وضعت حداً لمساهمة القطاع الخاص في الاستثمار. لذلك، نلاحظ انخفاض هذه المساهمة إلى ٣٠% عام ١٩٧٠، ويبدو واضحاً البدء بزيادة هذه المساهمة، لكن هذه الزيادة كانت متواضعة نسبياً، ولم ترتفع إلا بعد صدور قانون تشجيع الاستثمار رقم ١٠ لعام ١٩٩١ ويتضح انعكاس ذلك في زيادة نسبة مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي من ٣٤% عام ١٩٨٥ إلى ٦٨% علم ١٩٩٢ و ٦٢% عام ١٩٩٣ و ٥٧% عام ١٩٩٤. نلاحظ أن هناك انخفاضاً في مساهمة القطاع الخاص عام ١٩٩٤ بالرغم من استمرار الحكومة في محاولاتها الجادة لكسب الرأسمال العربي والعالمي لتمويل المشاريع الاستثمارية في سورية.

ويؤكد هذه الملاحظة التقرير الصادر عن المجلس الأعلى للاستثمار عام ١٩٩٦ والذي يعتبر دراسة تقيمية لنتائج تنفيذ قانون تشجيع الاستثمار حيث يظهر التقرير أن هناك إقبالاً كبيراً من المواطنين المقيمين والمغتربين لإقامة مشاريع استثمارية في القطاعات الصناعية والزراعية والنقل، حيث بلغ مجموع هذه المشاريع حتى الجلسة (١١) المنعقدة بتاريخ ١٩٩٦/١٢/٣ /١٤٩٤/ مشروعاً وتقدر تكلفتها الاستثمارية بـ ٣٦٦,٧ مليار ليرة سورية (المجلس الأعلى

للاستثمار ١٩٩٦). وقد بلغت درجة التنفيذ في هذه المشاريع من حيث العدد ٢٥% تنفيذ كامل وبالنسبة للمشاريع الصناعية والزراعية بحيث بلغ عددها ١٤٨ مشروعاً. أما المشاريع الصناعية والزراعية المباشر بتنفيذها ولم تنته بعد فبلغت ١٧١ مشروعاً بنسبة تنفيذ ٢٩%. ولتكون الصورة أكثر وضوحاً الجدول التالي رقم ١٠ يبين المشاريع الصناعية والزراعية المشملة بأحكام قانون الاستثمار رقم ١٠ لعام ١٩٩١ عن الأعوام ١٩٩١ – ١٩٩٥

الجدول رقم ١٠: يبين عدد المشاريع الصناعية والزراعية المشملة بالقانون ١٠ لعام ١٩٩١

السنة	المشاريع المشملة	المشاريع المنفذة	المشاريع قيد التنفيذ	المشاريع غير المنفذة
١٩٩١	٦٣	٥٤	٧	٢
١٩٩٢	١١٥	٦٥	٤٣	٨
١٩٩٣	١٤٧	٢٦	٤٢	٧٩
١٩٩٤	١٧٣	٤	٦٠	١٠٩
١٩٩٥	٩٨	–	١٩	٧٩
١٩٩٦	–	–	–	–
المجموع	٥٩٦	١٤٨	١٧١	٢٧٧

(المصدر: المجلس الأعلى للاستثمار ١٩٩٦)

نلاحظ من خلال الجدولين السابقين رقم ١٠ ورقم ٩ أن هناك انخفاضاً في مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي ظهرت عام ١٩٩٤ حيث إن هذه المساهمة بلغت ٥٧% عام ١٩٩٤ بعد أن كانت ٦٢% عام ١٩٩٣ و ٦٨% عام ١٩٩٢، وينعكس ذلك على عدد المشاريع المنفذة من المشاريع المشملة بقانون الاستثمار، حيث إن المشاريع المنفذة بلغت أربع مشاريع من أصل مئة وسبعة وأربعين مشروعاً مشملاً عام ١٩٩٤ بنسبة ٢,٧% بعد أن كانت ستة وعشرين مشروعاً عام ١٩٩٣ من أصل مئة وسبعة وأربعين مشروعاً بنسبة ١٧,٦% وحتى هذه النسبة تعتبر قليلة جداً. أما المشاريع التي بدئ بتنفيذها عام ١٩٩٤ فبلغت ستين مشروعاً بنسبة ٣٤% من عدد المشاريع المشملة، حتى أن هذه النسبة تعتبر قليلة جداً إذا أخذنا بالاعتبار أن القانون عشرة لعام ١٩٩١ أعطى المشاريع المشملة بموجبه فترة تأسيس مدتها ثلاث سنوات وفي حال تجاوز فترة تأسيس المشروع المرخص وفق أحكام هذا القانون مدة ثلاث سنوات، تحسم مدة التجاوز من أصل مدة الإعفاء الضريبي المنصوص عنها في الفقرتين (آ و ب) من المادة (١٣) وهي سبع سنوات للشركات المشتركة وخمس سنوات للشركات غير المشتركة. يمكن القول إن أهم أسباب هذا التراجع هو عدم وجود سوق للأوراق المالية لما

للسوق من أهمية في تجميع المدخرات وتوزيعها على فروع الاقتصاد المختلفة. كما أنه يمكن عزو جزءٍ من هذا التراجع إلى أن هناك صعوبات وروتين أمام الاستثمار وتمويله على الحكومة العمل على التخلص منها.

ضرورة قيام سوق أوراق مالية
في سورية من أجل تسهيل تمويل الإستثمار

ليس هناك شك في أن السبيل الحقيقي والواقعي للنهوض بأعباء النمو الاقتصادي والإجتماعي بمعدلات مناسبة تقتضي اتخاذ سياسة اقتصادية هدفها تشجيع الادخار وتوجيهه نحو

الاستثمار، بل ومحاولة جذب رؤوس الأموال والمدخرات الأجنبية والعربية للمشاركة في عمليات التنمية هذه. وقد بذلت مختلف دول العالم جهوداً كبيرة لتحقيق ذلك، سواء عن طريق رفع معدلات الفائدة، أو الإعفاءات الضريبية، أو عن طريق جعل الادخار إجبارياً كما حصل في تونس حيث تم اقتطاع نسبة من رواتب الموظفين مقابل مدهم بسندات قومية (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩).

أما في سورية، فقد بذلت الدولة ولاتزال تبذل جهوداً كبيرة لجذب رؤوس الأموال المحلية والعربية والأجنبية للمساهمة في تمويل الاستثمار والنهوض بأعباء التنمية. فكان صدور العديد من القوانين والقرارات والتسهيلات التي فسحت المجال لقيام العديد من المشاريع. هذه المشاريع التي ساهمت في تحقيق جزء من طموحاتنا الاستثمارية. إلا أن مايؤخذ عليها أنها مشاريع فردية صغيرة في أغلبها، فمن ضمن ١٥٠٠ مشروع مشملة بالقانون رقم ١٠ لعام ١٩٩١ هناك ٥٥ شركة مساهمة فقط بنسبة تنفيذ ٢٥% فهذا يعني أن مانفذ من هذه الشركات بحدود ١٣ شركة مساهمة فقط (تقرير المجلس الأعلى للاستثمار ١٩٩٦). إن هذه النسبة من إجمالي المشاريع المشملة تعتبر نسبة ضئيلة جداً إذا علمنا أن الشركات المساهمة تعتبر الركيزة الاقتصادية الحقيقية في بناء أي اقتصاد وطني لما تحققه من مزايا تجميع المدخرات الوطنية وزجها في عملية التنمية وبالتالي

المساهمة في وضع حد للتضخم النقدي وآثاره، وتخفيض تكاليف الإنتاج للاستفادة من مزايا الإنتاج الكمي الكبير الذي لاتستطيع المشاريع الفردية الصغيرة تحقيقه. كل ذلك يدفعنا إلى التفكير في طرق ووسائل جديدة لجذب وتشجيع الرأسمال الخاص للمساهمة في تمويل الاستثمار في سورية انطلاقاً من أسس وقواعد اقتصادية جديدة لاتعتمد الإعفاءات الضريبية كأساس وحيد لتشجيع الاستثمار، بل أخذها بعين الاعتبار بالإضافة إلى أسس أخرى مثل التسهيلات الإدارية وحرية التبادل النقدي وإحداث سوق للأوراق المالية. كما أن هذه التسهيلات بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية يجب أن تأخذ بعين الاعتبار حاجة الاقتصاد الوطني إلى صناعة من الصناعات دون سواها سواء صناعة السياحة أو المنسوجات أو الصناعات المعدنية أو غيرها وتكون هذه التسهيلات والإعفاءات حسب حاجة البلد

لكل من هذه الصناعات لا أن تكون إعفاءات واحدة لكافة أنواع الصناعات، سواء تلك التي تسهم في بناء الاقتصاد الوطني أو التي تكون عالة بطبيعتها على الاقتصاد الوطني. وهكذا، لابد من خلق ظروف وفرص استثمار موضوعية تؤدي إلى جذب الرأسمال الحقيقي والراغب فعلاً في التطوير والتنمية. وهكذا فإن قوانين تشجيع الاستثمار يجب أن توجه لتشجيع رأس المال الموجه للاستثمار في شركات مساهمة وليس في مشاريع فردية صغيرة، هذه الشركات التي كانت الثورة الحقيقية في عالم الأعمال والنهضة الصناعية في أوربا والولايات المتحدة وغيرها من دول العالم. ففي العام ١٦٠٠ أسست الملكة اليزابيت شركة الهند الشرقية لتجارة البهارات والحرير وغيره عندما أحست أن الرأسمال الألماني أصبح يشكل منافسة حقيقية للرأسمال الإنكليزي. فوجدت أن أفضل وسيلة لمواجهته هو تأسيس شركة الهند الشرقية برأسمال قدره /١٢٥/ سهماً قيمته /٦٠٠/ جنيه للسهم الواحد (Hazard ١٩٦٢). وهكذا، فإن فكرة نشوء الشركات المساهمة أدى إلى الفصل بين الإدارة والمالكين وبالتالي ضرورة إيجاد مكان لبيع الأوراق المالية لهذه الشركات، من هنا برزت الحاجة إلى نشوء سوق للأوراق المالية في أوربا أولاً ومن ثم في أمريكا (Skousen ١٩٨٣).

وهكذا فإن الأسواق المالية تحتل مركزاً حيوياً وهاماً في النظم الاقتصادية الحديثة من حيث تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تخدم الاقتصاد الوطني، لاسيما وأن المصارف بإمكانياتها لم تعد قادرةً على توفير المال اللازم لتمويل الرأسمال العامل

والاستثمارات الرأسمالية خصوصاً إذا أخذنا بالاعتبار أن هذا الشكل من التمويل الطويل الأجل سيؤدي إلى سلسلة من حلقات التضخم النقدي بسبب الفترة الطويلة التي تحتاجها هذه المشاريع في الإنتاج.

وهكذا، فإن قيام سوق للأوراق المالية في سورية أصبح ضرورة اقتصادية ملحة، لأن القوانين والقرارات التي صدرت لم تكن كافية لخدمة الاستثمار وجذب الرأسمال العربي والعالمي، خصوصاً إذا علمنا أن عدد المشاريع العربية والأجنبية المشملة حسب قانون تشجيع الاستثمار رقم ١٠ لعام ١٩٩١ بلغ ٤٢ مشروعاً صغيراً و كبيراً من أصل ١٥٠٠ مشروع بنسبة ٢,٨% وتبدو هذه النسبة ضعيفة جداً إذا علمنا أن المنفذ منها ٢٥% (تقرير المجلس الأعلى للاستثمار ١٩٩٦).

إن ذلك يدل على أن هناك صعوبات ومعوقات في وجه الرأسمال العربي والأجنبي من أهمها عدم وجود سوق للأوراق المالية في سورية. فلا يمكن أن يُعقل وجود شركات مساهمة دون وجود سوق للأوراق المالية تباع فيها وتُشترى الأوراق المالية لهذه الشركات لا أن يحتكر عملية البيع والشراء عدد محدود من سماسرة البيوت أو بعض الموظفين الذين يستغلون وظائفهم في استغلال بائع الأوراق المالية ومشتريها. إن أهمية قيام سوق للأوراق المالية أصبح ضرورة اقتصادية ملحة إذا أردنا أن نحقق نمواً عادلاً ومتوازناً لاقتصادنا الوطني خصوصاً وأن سوق الأوراق المالية تحقق المزايا التالية، هذه المزايا التي يفتقر لمعظمها اقتصادنا الوطني.

١- تعمل السوق على تجميع المدخرات وتنمية الوعي الاستثماري لدى المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد الوطني (مكاوي ١٩٩٠، احمد فهمي الإمام ١٩٧٩). حيث أن أحد أهم المزايا للشركات المساهمة هي توسيع قاعدة الملكية على أكبر عدد من المستثمرين من خلال إصدار الأسهم (Skousen ١٩٨٣). ولاشك أن الشركات المساهمة تعتبر روح سوق الأوراق المالية. يقول الأستاذ عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال في مصر ((إن القطاع الخاص بدأ يتعامل بنشاط في السوق من خلال توسيع قاعدة الملكية في شركاتهم للاستفادة من مزايا التمويل والتوسع في ممارسة النشاط والإنفتاح على العالمية حيث شهد عام ١٩٩٦ تحول ٢٦ شركة أشخاص إلى شركات مساهمة بما يعني تعمق فهم القطاع الخاص لدور سوق رأس المال في المرحلة القادمة)) (الأهرام الاقتصادي، العدد ١٤٦٠، ١٩٩٧/٢/٣).

وأكد السيد إسماعيل حسن محافظ البنك المركزي في مصر أنه لابد من تطوير التعليم والإفصاح لأنهما يعدان الركيزة الأساسية للبورصة، بحيث يشمل التعليم كافة الأطراف والجهات المعنية سواء الأفراد أو المؤسسات أو رجال الأعمال لتدريب الكوادر العاملة في سوق المال. إن التقاء المدخر والمستثمر من خلال سوق رأس المال سيؤدي إلى زيادة أو تعظيم المنافع التي يحصل عليها كل طرف بما يؤدي في النهاية إلى تعظيم الاقتصاد القومي ككل (الأهرام الاقتصادي، العدد ١٤٦٥، ١٩٩٧/٢/٣).

وتظهر أهمية هذه الوظيفة لسوق الأوراق المالية في سورية إذا علمنا أن الأموال المدخرة لدى الأفراد والمؤسسات المالية لاتجد طريقاً صحيحاً للاستثمار وهذا فسح المجال لعدد من المتلاعبين من جامعي الأموال ومكنهم من جمع أكثر من ٥٠ مليار ليرة سورية تم تبديد معظمها نتيجة التلاعب والاختلاس أو نتيجة عدم الخبرة. إن وجود سوق أوراق مالية في سورية كان من الممكن أن يحمي هذه المدخرات الوطنية ويوجهها لمشاريع مأمونة تخدم الاقتصاد الوطني. فمن ضمن حوالي /١٢/ مليار ل.س تمكنت اللجنة المشكلة بموجب القانون رقم ٨ من حصرها في أربع أشخاص من جامعي الأموال، وجدت اللجنة أن المتبقي من هذه الأموال /٥٢٩٨٣٣٨٤٠٥/ ل.س وبالتالي يكون المهدور منها بنسبة ٥٥% (وزارة التموين والتجارة الداخلية ١٩٩٧). هذا إذا أخذنا بعين الاعتبار أن تقييم الأصول المتبقية لدى جامعي الأموال تلعب فيها عوامل مختلفة قد تدفع إلى تقييمها بأكثر مما دفع من أجلها. ومن مشاكل الاستثمار الأخرى في سورية هو أن أغلب المشاريع التي أقيمت هي مشاريع فردية صغيرة أو شركات أشخاص لاتخدم التنمية الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على المشاريع الكبيرة ذات الرأسمال الكبير المنافس.

يؤكد السيد لورنس-ك. يدوك في مجلة التمويل والتنمية على أهمية الشركات المساهمة والرسملة الكبيرة في جذب الاستثمارات الدولية وأن الرسملة الصغيرة تعتبر عائقاً أمام الرأسمال العالمي وبالتالي عائقاً في نمو وتطور أي بلد من البلدان فيقول: (إن عملية الرسملة الصغيرة كثيراً ما تعتبر حاجزاً كبيراً أمام المستثمرين الدوليين. لأنها تحد من اختيارات الاستثمار المتاحة وقد تكون عاملاً من عوامل التقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية في سوق شديدة التقلب).

إن وجود سوق للأوراق المالية في سورية يفسح المجال لهذه المشاريع الصغيرة من أن تندمج وتتحول لشركات مساهمة. أضف إلى ذلك أن هناك مبالغاً مالية ضخمة لسوريين أو

شركات سورية مستثمرة في الخارج قُدرت بأكثر من ٥٠ مليـار دولار (دليلـة ١٩٩٥)، ولاشك أنه في حال وجود سوق أوراق مالية متطورة وقوانين استثمار موضوعية فإن أغلب هذه الأموال مع أموال لعرب وأجانب سوف تطرق باب الاستثمار في سورية وتسـاهم في بناء سورية الحديثة.

٢- للسوق قدرة كبيرة على تأمين المال اللازم لتمويل الاستثمارات وخصوصاً تلك التي تستلزم قروضاً طويلة الأجل، بحيث أن تمويلها عن طريق المصارف لم يعد اقتصادياً وخصوصاً ماينتج عن هذا التمويل المصرفي الطويل الأجل من آثار تضخمية خصوصاً وأن هذه القروض تأخذ فترة طويلة قبل أن تحقق نتائجها (الإمام ١٩٧٩، مكاوي ١٩٩٠).وبفضل هذه الخاصيـة، فقد غدت سوق الأوراق المالية مركزاً حيوياً للحكومات من أجل الاقتراض مـن أفـراد الشعب عن طريق إصدار سندات طويلة الأجل والأذونات التي تصدرها إلى الخزانة العامـة بالقروض قصيرة الأجل (د. عبد القضيل محمد أحمد ١٩٩٠). وبفضل البورصات غـدت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لايقل أهمية عن أوجه التوظيف العقاريـة والسـلعية الأخرى. ولما كانت هذه الصكوك قابلة للتداول، فإن بورصات الأوراق المالية هـي الـتي تجعل هذا الاستبدال ممكناً وسهلاً (د. زكريا أحمد نصر ١٩٨٥).

وتبدو أهمية سوق الأوراق المالية في سورية ربما أكثر من غيرها كـون أن التسـليفات المصرفية للقطاع الخاص قليلة مقارنة معها للقطاع العام ومقارنة بما يساهم القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي وغالباً ماتكون هذه التسليفات قصيرة الأجل لاتخدم تمويل الاسـتثمارات طويلة الأجل. الجدول التالي يبين حجم التسليفات المصرفية للقطاع الخـاص والقطاعـات الأخرى ونسبة هذه التسليفات لكل قطاع من إجمالي التسليفات بملايين الليرات السورية .

القطاعات	١٩٨٠	١٩٩٠	١٩٩٣	١٩٩٤
القطاع العام	١٤١٧٥,٩	٥٩١٣٣,٥	١١٩٢٢٤,٥	١١٩٩٨٠,٣
القطاع المشترك	٣٨,٨	٤٢٥,٧	٤٧٠,٨	٥٤٣,٣
القطاع التعاوني	١٠٩٠,٤	٦٣٤٤,١	١٠١١٩,٢	١١٢٧٦,٥
القطاع الخاص	١٨١٤,٤	١٣٢٣٩,٦	٣٣٧٩١,٥	٣٩٨٧٤,٧
المجموع	١٧١١٩,٤	٧٩١٤٢,٩	١٦٣٦٠٥,٩	١٧١٦٧٤,٨
نسبة القطاع الخاص إلى مجموع التسليفات	%١٠,٦	%١٦,٧	%٢٠,٦	%٢٣

(المصدر: المجموعة الإحصائية ١٩٩٥)

يلاحظ من ضآلة حجم التسليفات المصرفية المعطاة للقطاع الخاص مقارنة بالتسليفات الإجمالية المقدمة من المصارف السورية حيث بلغت هذه النسبة ٢٣% عام ١٩٩٤ بينما بلغت مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي في نفس العام ٥٨% . كما أن هذه التسليفات بلغت عام ١٩٩٣ ٢٠,٦% وبلغ حجم مساهمة القطاع الخاص في التكوين الرأسمالي ٦٢% (إنظر الجدول رقم ٩).

إن ضآلة حجم هذه التسليفات المصرفية للقطاع الخاص يُعزى إلى أن هذه التسليفات تشمل القروض قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل لأن للتسليفات طويلة الأجل محاذيراً أهمها أنها تؤدي إلى التضخم النقدي بسبب طول الفترة الزمنية التي تحتاجها المشاريع حتى تضع إنتاجها في السوق، ولتلافي هذا المحذور لابد من الاتجاه لجمع المدخرات الوطنية وزجها في عملية التنمية، وهذا لايتم بشكل سليم إلا من خلال وجود سوق أوراق مالية، لأن السوق المالية تمنح المستثمر الأمان في أن استثماراته سوف تحقق أرباحاً أو أنها لن تضيع، والمساواة بين المتعاملين في البورصة، وهو مايتحقق من خلال تمكين الجمهور من الحصول على بيانات معينة عن الشركات ألزمها القانون بنشرها، والسيولة، ويقصد بها إمكانية وسهولة التصرف في الصك في أية لحظة، ودون أن يؤثر ذلك على سعره (عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠).
كما أن وجود سوق أوراق مالية في سورية يفسح المجال ويسهل إصدار الدولة لسندات وأوراق مالية متنوعة تموّل من خلالها نفقاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية عوضاً عن الوسيلة المتبعة حالياً وهي التمويل بالعجز وعلى القروض الخارجية التي وصلت إلى ١٤,٩% من إجمالي الإيرادات العامة (علي كنعان ١٩٩٦).

٣- الميزة الثالثة لسوق الأوراق المالية هي أنه يؤمن الأموال اللازمة للاستثمار بتكلفة أقل بسبب إمكانية توفير المال اللازم للمستثمرين إما بالملكية أو بالدين بحيث يستطيع المستثمر من استخدام رافعة التمويل بشكل سليم، فيستخدم التمويل بالدين حين يكون أفضل من التمويل بالملكية والعكس صحيح، وقد يلجأ إلى استخدام الاثنتين معاً إذا كان في ذلك تخفيضاً لتكلفة التمويل. ففي دراسة للدكتور أيمن عزت الميداني عن التمويل وتشجيع الاستثمارات الخاصة في سورية يقول: ((هناك علاقة سلوكية مابين هيكل التمويل وتكلفة الرأسمال في الشركة. ويمكن وصف هذه العلاقة كلامياً كالآتي: عندما يكون كامل التمويل في الشركة بأموال الرأسمال، فإن تكلفة الرأسمال تكون عالية وتساوي إلى تكلفة التمويل بالملكية. وعند إدخال مصدر الدين الأقل تكلفة في هيكل التمويل، تنخفض تكلفة الرأسمال

الوسطية المثقلة. وتستمر هذه التكلفة الوسطية بالانخفاض مع ازدياد بنسبة التمويل بالدين حتى الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل. بعد ذلك إذا استمرت الشركة بالتمويل بالدين، فإن الخطر المالي للشركة يرتفع كثيراً مما يؤدي إلى ارتفاع حاد في تكلفة التمويل بالدين) (الميداني ١٩٩٢). ويُعزي الدكتور الميداني انخفاض تكلفة التمويل بالدين إلى:

١- أن مخاطر الاقتراض أقل من مخاطر التملك، فالاستثمار في سند دين يكون أقل من الخطر في الاستثمار في سهم عادي لنفس الشركة بالنسبة للمستثمر.

٢- أن الفائدة على الدين يتم اقتطاعها من الأرباح كمصاريف قبل احتساب ضريبة الدخل وهذا يعني أن الربح الخاضع للضريبة سيكون أقل وبالتالي فإن ضريبة الدخل ستكون أقل. هذا يعني أنه إذا كان معدل الفائدة الاسمي على الدين ١٠% وكان معدل ضريبة الدخل ٥٠% فإن التكلفة الحقيقية للدين ٥% فقط (نفس المصدر).

أضف إلى ذلك أن الاقتراض من مصارف خارجية قد يكون ذا تكلفة أقل بسبب انخفاض الفائدة على الاقتراض بالدولار، إلا أن هناك تكلفة أخرى تضاف على تكاليف الإقتراض هي علاوة مخاطر البلد Country risks premium وهي عالية بالنسبة للإقراض لسورية الأمر الذي يجعل مصادر التمويل هذه مرتفعة الكلفة، إضافة إلى مايرتبه من ديون خارجية على البلد قد تؤثر سلباً على معدلات صرف العملة الوطنية (نفس المصدر).

وهكذا نرى ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية في سورية من أجل توفير التمويل اللازم للمستثمرين بالشكل الذي يناسب استثماراتهم وبشكل مُيّسر وسهل لأن صعوبة الحصول على المال اللازم تؤدي بالمستثمرين إلى البحث عن مشاريع في أماكن تقدم لهم تسهيلات في مجال التمويل وغيره من المجالات الأخرى. إن عدم وجود سوق للأوراق المالية، شجّع عدداً من جامعي الأموال للتلاعب بالمدخرات الوطنية، إلا أنه وبنفس الوقت حرم الكثير من المستثمرين الحقيقيين من فرصة الحصول على المال اللازم من الأفراد أو الأقارب بتكلفة معقولة، فكلنا يعلم أن ما كان يدفعه جامعي الأموال من عائد على الأموال المودعة لم يكن معقولاً لأنه وصل إلى أكثر من ١٠٠% سنوياً، بالرغم من أنه من الصعوبة وجود مشروع يحقق هذا العائد، لكن سلوك المتلاعبين هذا أدى إلى حرمان المستثمرين الحقيقيين من الحصول على التمويل اللازم بتكلفة مناسبة.

٤- الوظيفة الرابعة لسوق الأوراق المالية هي أنها تعطي المقرضين شهادة أمان بأن مُصدر الورقة المالية بوضع مالي جيد وبالتالي تشجعهم على منحه القروض التي يحتاجها وذلك من خلال إقبالهم على شراء أوراقه المالية المدرجة في البورصة، أو من خلال شراء إصداراته الجديدة. ففي سوق عمان المالي، على الشركات المساهمة العامة سواء الحديثة التأسيس أو القديمة والتي تريد زيادة رأس مالها عن طريق طرح أسهم في اكتتاب عام ضرورة الإلتزام بإعداد نشرات إصدار تحتوي على كافة المعلومات الهامة التي تساعد المستثمر على اتخاذ قرار معلل حول الاستثمار أو عدمه في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥). وهكذا فإن البيانات التي تقدمها وسائل الإعلام في البورصة تشكل المصدر الملائم لتنمية الوعي الاستثماري والادخاري وتهيئ المستثمرين للمساهمة في الاكتتابات الجديدة التي تصدرها الشركات وبالتالي تمكن المستثمر من اختيار الورقة المالية المناسبة للاستثمار وتحد من مخاطر الانجراف وراء أوهام جامعي الأموال كما هو الحال الآن في ألبانيا وكما حصل سابقاً في سورية. ولما كان أحد الغايات الهامة لسوق الأوراق المالية هي (تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته ومايضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين) (دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، الاصدار السابع ١٩٩١). فإن ذلك يضمن لمشتري الورقة المالية الأمان في أن ورقته المالية ستحقق عائد أ و على الأقل ستحتفظ بثمنها، والمساواة من أن جميع المتعاملين في السوق قد حصلوا على نفس المعلومات وبالتالي كانت الفرص أمامهم واحدة لصنع قراراتهم الاستثمارية. وهكذا فإن سوق عمان المالي مثلاً سعى جاهداً إلى الطلب من الجهات المسؤولة إلى إعداد ميزانيات موحدة لكل قطاع على حدة، وطالب بأن يلتزم مدققوا الحسابات بنماذج موحدة للميزانيات (خالد أمين عبد الله، المدقق العدد ٢٦، ١٩٩٥).

أما في جمهورية مصر العربية ومن أجل تنظيم كمية وقيمة المعلومات المحاسبية فقد صدر قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ الذي ألزم جميع الشركات بتصوير حساباتها في شكل قوائم مالية مما يسهل قراءة هذه المعلومات وتحليلها واستخدامها في اتخاذ القرارات الخاصة بعمليات الشراء والبيع للأوراق المالية. كما أن الهيئة العامة أخذت قراراً بإلزام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في البورصة المصرية بنشر تقارير ربع سنوية بما يؤدي

إلى تعظيم منفعة المعلومات المحاسبية التي تنشر في هذه التقارير (الإهرام الاقتصادي العـــدد ١٤٦٦، ١٠/٢/١٩٩٧ د. زكريا الصادق).

وهكذا كان لسوق الأوراق المالية دور أساسي في توحيد القواعد المحاســبية الواجــب العمل بها في الشركات المدرجة أوراقها المالية في البورصة، وكذلك الأمـــر في إجــراءات المراجعة ومتطلبات الإفصاح وفي تنظيم مهنة المحاسبة (Skousen ١٩٨٣) وهكــذا فــإن وجود سوق للأوراق المالية في سورية سيؤدي إلى زيادة الوعي الاستثماري للمواطنين مــن خلال وسائل الإعلام المتعلقة بالسوق المالي ومايصدر عنها من بيانات ومعلومات محاســبية ومالية تتعلق بالشركات المدرجة أوراقها المالية في البورصة، وبالتالي تشــجع المســتثمرين بالتوجه إلى السوق المالي لتقديم القروض اللازمة لأصحاب الأوراق المالية من خلال شــراء تلك الأوراق، وليس التوجه إلى جامعي الإموال.

٥- إن وجود سوق للأوراق المالية في سورية يفسح المجال للراغبين في الاستثمار بشراء الورقــة المالية التي يرغبون وفق سعر يتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب أي وفق السعر الحقيقــي للورقة المالية وليس كما يفرضه حالياً عدد من محتكري هــذه الأوراق الذيــن يفرضــون أسعارهم على البائع أو على الشاري، لأنه لايوجد أمام البائع أو الشاري سوق تتوفر فيــه الأوراق المالية بشكل موضوعي. ويتم ذلك من خلال عمليات التداول في ردهة البورصــة عن طريق وسطاء بين عدد كبير من المستثمرين لايعرف بعضهم بعضاً. وتتخذ قرارات البيــع والشراء على ضوء المعلومات المالية وغير المالية التي يتوجب على الشركات الإفصاح عنــها بشكل دوري وكلما حدثت تطورات في الشركة تستوجب ذلك (الميداني ١٩٩٢). وهكذا فإن سعر الورقة المالية للشركة يتحدد في السوق وبناء على معلومات منشورة عن الوضــع المالي للشركة وليس في مكاتب بعض المحتكرين وبمعلومات مبهمة وغير واضحة عن الوضــع المالي للشركات أصحاب تلك الأوراق المالية. يقول الدكتور عبد الفضيل محمــد أحمــد إن (البورصات هي التي تكفل تهيئة سوق مثلى تتحقق فيه المنافسة الحرة بين كل البائعين وكــل المشترين بحكم التقائهم في مكان واحد، الأمر الذي يُعطي قانون العرض والطلب الفرصــة لأداء دوره الاقتصادي على أكمل وجه (عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠).

٦- إن أهم ماتتمتع به سوق الأوراق المالية هو تحقيق مزية السيولة الدائمــة للورقــة الماليــة. فالبورصة هي المكان الذي يلتقي فيه المدخرون الذين سبق لهم توظيف أموالهم في صكــوك أصدرتها الشركات، والمدخرون الذين يرغبون في حلول محلهم فيها. فليس من الضــروري

أن توجد استثمارات جديدة كل يوم في البورصة. والسيولة التي تحققها البورصة تسمح بدوران المال عن طريق تغيير مالكي الصكوك المقيدة فيها. ومن هنا، فإن قيام البورصة بإحلال مدخرين جدد محل حملة الصكوك الذين يرغبون في التصرف فيها من مساهمين وحملة سندات، يحقق معجزة سيولة هذه الصكوك، مع بقاء هذه الصكوك في نفس توظيفها الأصلي رغم تغيير المالك. فالبورصة والحال هذه تحمي الادخار من مخاطر التجميد الذي يجعل المدخرين يترددون في توظيف مدخراهم في صكوك مالية (عبد الفضيل محمد أحمد ١٩٩٠). إن هذه الميزة التي تحققها البورصة تشجع أصحاب الادخارات الصغيرة والكبيرة على الإقدام على توظيف مدخراهم في الأسهم والسندات لثقتهم بإمكانية الحصول على نقدية من بيع مايملكون من أوراق مالية بأسعار لاتختلف إلا قليلاً عن أسعار البيع السابقة (الميداني ١٩٩٢) . وفي هذا الصدد يقول الدكتور أحمد فهمي الإمام (أن الأوراق المالية لاتمثل الثروة في حد ذاتها بل تمثل حقوقاً على الثروة تصدرها المشاريع التي تحتاج لأموال طويلة الأجل، وتقوم ببيعها إلى المدخرين...... ومن هنا كانت أهمية الأسواق المالية التي هي سوف تباع وتشترى فيها الحقوق على الثروة والتي تعطي نتيجة لذلك سيولة للأوراق المالية وتشجع الفرع على التوظيف فيها (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩) وهكذا فإن عدم وجود سوق أوراق مالية في سورية، يجعل الاستثمار في هذا الشكل من الأوراق المالية غير مرغوب فيه. لأن المستثمر في ورقة مالية ما سيجد صعوبة في التخلص منها عندما يحتاج إلى سيولة أو أنه سيقع تحت ابتزاز عدد محدود من السماسرة اللذين يفرضون السعر الذي يرغبون فيه وبعيداً عن أعين القانون.

٧- إن وجود سوق للأوراق المالية في سورية يشجع الرأسمال العربي والعالمي للدخول إلى سورية وإقامة المشاريع الاستثمارية فيها. حيث إن الدراسات تؤكد أن الأسواق الناشئة هي عالم جديد من الفرص الاستثمارية فالسياسات والإجراءات التي تتخذها الدول النامية والتي تهدف إلى إصلاح نظامها النقدي، تحرير التجارة، إعادة هيكلة المديونية, بالإضافة إلى البرامج المدروسة لتخفيض التضخم والمشجعات الأخرى المتاحة للمستثمرين تؤدي إلى توفير الاستقرار اللازم لضمان النمو الطويل الأجل وبالتالي تهافت المستثمرين على هذه الأسواق حتى وصل تدفق رؤوس الأموال إليها حوالي /٤٠/ بليون دولار خلال سنة ١٩٩١ لوحدها. أضف إلى ذلك عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى الاستثمار المحلي. إذ يقدر أحد الخبراء أن ماعاد من هذه الأموال إلى المكسيك والأرجنتين فقط كان يتراوح بين /٥-

١٠/ بليون دولار عام ١٩٩١ (مجلة الدراسات المصرفية والمالية عن مجلة World of Banking ١٩٩٤).

وفي هذا الصدد يقول السيد لورانس ك ديوك وزميله في تدويل أسواق الأوراق المالية الناشئة في دراسته لأسواق عدد من الدول من هونغ كونغ وكوريا وغيرها (أسواق الأوراق المالية المذكورة ليست نتاجاً للطلب المحلي على رؤوس الأموال وحسب، بل أيضاً نتاج لاستعداد المستثمرين لتوظيف أموالهم في بلدان أقل نمواً) (ديوك وزميله، التمويل والتنمية ١٩٩٣). وعليه فإن هناك تفاعلاً بين الأموال المحلية والأجنبية من حيث الإسهام في تحقيق التنمية المتواصلة بعوائد مجزية. لذلك وحتى تتمكن سوق الأوراق المالية من جذب رأس المال الأجنبي وتصبح سوقاً دولية لابد لها من السماح بقبول التعامل بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل، حيث يمكن لهذه السوق قبول طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملات الأجنبية (الإمام ١٩٧٩).

وهذا يتطلب وجود أنظمة استثمار مفتوحة وأسواق مالية ليست صغيرة الحجم. إن قلة نصيب بورصات الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ودول الخليج من إجمالي التدفقات النقدية لعام ١٩٩٤ والتي بلغت /٣٠٠/ مليون دولار من أصل /٤٠/ مليار دولار يعود لعدم توفر الشرطين السابقين (أندريه هوفاجيميان، أسواق رأس المال العربية ١٩٩٥).

وهكذا، فإن قيام سوق أوراق مالية لوحده في سورية، لايكفي لجذب الرأسمال العالمي والعربي إذا لم يترافق مع تحديث القوانين والأنظمة المتعلقة بحرية التجارة، وتحرير النقد، واتباع سياسة مالية تهدف إلى تخفيض معدل التضخم وتطوير وتحديث تقنيات العمل المصرفي وتسهيلها.

٨- توزيع رأس المال على مختلف أنواع الصناعات، ويتم هذا التوزيع من خلال بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة. ولعل مايحدث من تقلب الأسعار يعتبر من أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع، إن دراسة تموجات أسعار البورصة تسمح في تعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة، وعلى ذلك تعتبر تقلبات الأسعار عند رجال الأعمال "البارومتر" الذي يقيسون به مدى نجاح المشروعات كلما أرادوا استثمار أموالهم. وهكذا، فالبورصة تجعل من كل فرد آلة حاسبة تعمل في سبيل معرفة صحة الأسعار وصلاحية المشاريع والمؤسسات التي تضع أسهمها في السوق (د. أحمد مراد كاظم ١٩٦٠).

إن البورصة تلعب دورا كبيرا في توجيه رؤوس الأموال والمدخرات إلى أفضل سبل الاستثمار. فدراسة أسعار البورصة تحول دون توظيف الأموال في الأعمال غير الناجحة. ولما كانت البورصة مؤشرا هاما لظروف المجتمع السياسية والاقتصادية والاجتماعية، فإنها تعد مرآة تعكس قيم الأشياء، خاصة بعد أن تضاعفت قيمة الثروات المنقولة وأصبحت تمثل جزءا هاما من ثروات الأمم . وهكذا تتوفر في البورصة ميكانيكية تخصيص الموارد وتوزيع المدخرات بين الوحدات الاقتصادية. فبعد أن يتم تجميع المدخرات من الوحدات ذات الفائض يتم توزيعها من خلال الأسواق المالية وتخصيصها بكفاءة على الوحدات ذات العجز المالي التي تمثل المستثمرين (مستخدمي الأموال) (**Roland I, Robinson ١٩٨٠**).

هذه أهم الوظائف التي تقوم بها سوق الأوراق المالية، وأغلب هذه الخدمات الاقتصادية والتمويلية التي تقدمها سوق الأوراق المالية غير متوفرة في سورية أو أنها متوفرة بشكل مشوه، لذلك أصبح من الضروري إقامة سوق للأوراق المالية خصوصا أن هناك عددا لابأس به من الشركات المساهمة التي نشأت في سورية، خصوصا بعد الحركة التصحيحية والقرارات والقوانين التي صدرت تشجيعا للرأسمال المحلي والمغترب والعالمي للاستثمار في سورية بحيث وصل عدد هذه الشركات إلى مايزيد عن السبعين شركة توضحها (الجدول رقم ٤-٥-٦-٧) برأسمال قدره /٤٣٣١١٢٤٧/ سهما، موزعة إلى ٢٧ شركة وفق المرسوم ١٠ لعام ١٩٩١ و ١٨ شركة وفق قانون التجارة والمرسوم ١٠٣ لعام ١٩٥٢ و ١٠ شركات وفق القرار رقم ١٨٦ لعام ١٩٨٥ (المجلس السياحي الأعلى و١٠ شركات وفق المرسوم ١٠ لعام ١٩٨٦ (المجلس السياحي الأعلى). هذا، مع العلم أن هناك أكثر من مئتي شركة تم تأسيسها منذ الاستقلال وحتى الآن عدا الشركات المذكورة آنفا. هذه الشركات تم تأميم ٩١ شركة مساهمة منها وتم تصفية ١٠٨ شركات من قبل أصحابها ونقل أموالها إلى خارج القطر بسبب التأميم، كما أن هناك لايزال ثلاث عشر شركة مستمرة في عملها حتى الآن. إضافة لهذه المشاريع القائمة فإن هناك العديد من المشاريع التي هي قيد الإنجاز والتي من الممكن أن تشكل أدوات هامة وأساسية لسوق الأوراق المالية. بالإضافة إلى الشركات والمؤسسات الحكومية التي من الممكن أن تشكل أدوات أساسية في سوق المال في حال الإقدام على أي إصلاحات اقتصادية تتعلق بهذه الشركات والمؤسسات.

إن حجم المشاريع القائمة في سورية والمتوقع أن تنشأ خلال فترة قصيرة يشكل الحجم الأمثل لقيام سوق أوراق مالية، علما أن قيام سوق أوراق مالية يشجع على الإسراع بالمشاريع

التي لم تنجز بعد لما تقدمه السوق من خدمات لهذه المشاريع، كما أن قيام السوق يشجع هـــذه المشاريع على الإندماج وتشكيل شركات مساهمة كي يتسنى لها الإنضمـــام للســوق الماليــة والاستفادة من مزاياها. إن إجراء مقارنة بسيطة تبين عدد الشركات المساهمة الموجودة في سورية والتي من الممكن أن تدرج في سوق الأوراق المالية، وبين ماهو موجود في عدد من الدول العربيـة التي لديها أسواق مالية، نرى أن حجم الاستثمار هو حجم جيد ومناسب لقيام ســوق مــالي، الجدول التالي يوضح مقارنة بسيطة بين عدد الشركات المساهمة الموجودة في عدد مــن الــدول العربية التي لديها أسواق مالية وبين عدد الشركات المساهمة الموجودة في سورية .

الدولة	١٩٨٨	١٩٩٠	١٩٩٢	ملاحظات
الأردن	١٢٠	١٠٨	١٠٩	
البحرين	–	٣٠	٣٠	
تونس	٤٩	٤٩	٤٩	
عُمان	–	٨٠	٩٢	
الكويت	٥٢	٥٤	–	
مصر	٤٨٣	٥٧٣	٦٢٧	
المغرب	٧١	٦٩	٦٨	

(المصدر: صندوق النقد العربي مؤسسة التمويل الدولية ١٩٩٥)

وهكذا، فإن عدد الشركات المساهمة القائمة في سورية والتي يمكن أن تشكل الأســاس لقيام سوق أوراق مالية يعتبر من حيث العدد مناسباً مقارنة بالدول العربية الأخرى التي لديــها أسواق مالية كتونس، وعُمان، والكويت.

أما بالنسبة للنمو الاقتصادي، وبالرغم من ملاحظاتنا على الإصلاحات الاقتصادية الــتي تقوم بها الدولة إلا إنها ساهمت بزيادة معدل النمو الاقتصادي في القطــر، إلا أن هــذا المعــدل انخفض في العام ١٩٩٥ عنه في العام ١٩٩٤ فبعــد أن كــان ٩,٣ انخفــض إلى ٦,٤ وهــذا الانخفاض يعكس تأثير سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار خلال عام ١٩٩٥ (التقريــر الاقتصادي العربي الموحد ١٩٩٦). وإذا قارنا معدل النمو هذا بمعدل النمو للدول العربية الــتي ارتفع فيها والذي بلغ معدله ٧,٣% في المتوسط والتي كان معــدل نموهــا في العــام ١٩٩٤ ٣,٤% في المتوسط (نفس المرجع). نرى أن هذا الانخفاض هو انخفاض مؤقت ويمكن أن يــزول

سريعاً إذا عملت الدولة على إقامة سوق للأوراق المالية وعملت من خلال السوق على تمويـــل إنفاقها العام بشقيه وليس عن طريق التمويل بالعجز أو الاقتراض من الخارج، هـــذه السياســـة التمويلية التي أدت إلى التضخم والذي انعكس على انخفاض معدل النمو في الناتج المحلي.

الفصل الثاني

دور سوق الأوراق المالية في حماية المستثمرين من الغش والتلاعب

كان للتطور الكبير الذي حصل في حجم الاستثمارات وعددها دورٌ أساسي في جذب أناس كثيرين لفرص الاستثمار الجديدة، مما أدى إلى التوسع في استثمار الموارد المالية وبسرعة.

إن خلق الصيغة الجديدة لملكية الشركات المساهمة سمح بتوسيع قاعدة ملكية هذه الشركات والمشاركة المالية من خلال إصدار الأسهم والسندات، وهذا ماأدى إلى الفصل بين الإدارة والمالكين وكذلك الأمر خلق حاجةً ملحةً لتأسيس سوق لتداول هذه الأوراق المالية.

إن الشكل الجديد للشركات المساهمة زاد من الحاجة لتطوير صيغ الإفصاح وتقديم المعلومات للمالكين والمستثمرين المحتملين، وزاد من الحاجة أيضاً للتدقيق والتحقق بموضوعية في المعطيات والبيانات المقدمة. لأن الازدياد الكبير في حجم ونشاط أسواق رأس المال، أدى إلى تطوير مواقف لامسؤولة من الغش والتلاعب من قبل بعض الموظفين في تلك الشركات، مستفيدين من الضعف في شروط تكوين أسواق رأس المال فحققوا أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين وعلى حساب الاقتصاد الوطني.

لقد تنبهت الحكومات لهذه الممارسات وأحست بمسؤولياتها تجاه حماية المستثمرين والاقتصاد الوطني فتدخلت لتشريع وتقنين وتنظيم العمل في هذه الأسواق ولخلق علاقة عمل بين الإدارة والمستثمرين لضمان تدفق المال اللازم لتمويل الاستثمارات الوطنية. ومن أجل إيضاح ذلك سيتعرض الباحث إلى:

المبحثالأول: تنظيم أسواق الأوراق المالية حماية للمستثمرين.

المبحث الثاني: متطلبات إدراج الأوراق المالية في البورصة.

المبحث الثالث: متطلبات الإفصاح المحاسبي حماية للمستثمرين.

المبحث الرابع: أثر المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول

تنظيم أسواق الأوراق المالية حماية للمستثمرين

إن الشكل الحالي للبورصات وأطرها التنظيمية والقانونية وأهدافها الاقتصادية من حيث كونها سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار ومن أجل مصلحة الاقتصاد. وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية تشمل (Gitman ١٩٨٤):

- السوق الأولية Primary Market والتي تسمى بسوق الإصدارات وفيها يتم بيع الأوراق المالية المصدرة حديثاً. وغالباً ماتكون بنوك للاستثمار أو مؤسسات مالية أسست لهذا الغرض مثل ميريل لينش.
- السوق الثانوية Secondary Market ويتم فيها تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً بعد أن تكون قد بيعت لأول مرة في السوق الأولي وهذه السوق إما أن تكون:

آ- سوق منظمة Organized Exchange وهي البورصات النظامية أو ماتسمى بسوق التداول. ويتداول فيها الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة.

ب- سوق غير منظمة Over-The couter Market أو السوق الموازية وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات غير المدرجة في البورصة. وتتولاها بيوتات السمسرة المنتشرة، ولايوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تلفونية وأطراف للحاسب الآلي وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين (Skousen ١٩٨٣, Gitman ١٩٨٤) ولايوجد مايمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق النظامية، وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال(French ١٩٨٩).

وهكذا، فإن ماوصلت إليه البورصات من أهمية في دفع عجلة الاستثمار وحماية الاقتصاد، لم يكن سوى نتيجة لتطورات اقتصادية فرضت تطورات موازية لها في شكلها ومضمونها على سوق الاوراق المالية. فكما نعلم كانت المبادلات التجارية والاستثمارات تتألف بشكل أساسي من أصول مادية مثل الفضة، والحبوب والزيوت. لكن مع تطور الاستثمارات، أصبحت هناك ضرورة للتعاون بين التجار لتمويل الصفقات. وهكذا تأسس نوع من التعاون بين التجار بحيث يموّل كل تاجر جزءاً

من الصفقة، فالرحلات التي كانت تقوم بها شركة الهند الشرقية لإستيراد التوابل والحرير والشـاي بعد العام ١٦١٢ كانت تتم على أساس نظام المشاركة بالأسهم لمصلحة الشركة ككل. وكلما نمى وازدهر عدد أسهم الشركات، كلما زاد تداول أسهمها(Hazard ١٩٦٢). وهكـذا، ونتيجـة لازدياد حجم وعدد الشركات واتساع قاعدة ملكيتها من خلال إصدار الأسهم والسندات، أصبح هناك فصل بين إدارة هذه الشركات وبين مالكيها، فنشأت الحاجة لوجود مكان لبيع الأوراق المالية لهذه الشركات أولاً في أوربا وبعدها في أمريكا(Skousen ١٩٨٣).

في بداية الأمر لم يكن تداول الأسهم والسندات شائعاً، بل كان احتكاراً لطبقـة النبـلاء ولكبار التجار. ونتيجة للازدهار الاقتصادي واتساع قاعدة الغنى في بريطانيا، فإن آلاف البريطانيين لم يجدوا الوسيلة الناجعة لاستثمار فوائضهم المالية غير العقارات مما أدى إلى ارتفاع أسعارها بشـكل جنوني. مما دفع العديد للبحث عن أصول بديلة تحقق لهم الاستثمار المضمون والذي يمكن تحويله إلى نقد سائل بسهولة حين الحاجة. ولعب سماسرة الأسهم دوراً كبيراً في توجيه هذه الأسواق بشـكل يحقق لهم أكثر ربح ممكن خاصة وأن فئة السماسرة هذه كانت فئة منبوذة، حتى أنه تم إبعادهم عـن البورصة الملكية البريطانية، مما دفعهم لتجميع أنفسهم في شارع البورصة وعملوا على تداول أسـهم شركة الهند الشرقية وذلك في بداية القرن السابع عشر (Hazard ١٩٦٢).

أما في فرنسا فقد كانت قريبة من حافة الإفلاس كدولة لولا تدخل أحد المضاربين ونصحـه لولي العهد بإيجاد النقود الورقية ومنحها الصفة الإبرائية للنقود المعدنية، حتى أن الناس وبعد فـترة وجيزة أخذوا يفضلونها على الذهب والفضة. فقد تم في العام ١٧١٦ إنشاء شـركة الميسيسـيبي لاحتكار التجارة مع المناطق المتاخمة لنهر الميسيسيبي المشهورة بغناها بالذهب والفضة، مما دفع آلاف الفرنسيين للزحف لشراء أسهم هذه الشركة مما أدى إلى إرتفاع أسعار أسهمها بشـكل جنـوني. حيث وضع سماسرة الأسهم أكشاكاً لهم على الطرقات بالقرب من مكـاتب الشـركة. فـزادت الأسعار والأجور ونشطت عمليات المضاربة وانعكس ذلك على الفرنسيين اللذين ظنوا أنفسـهم أنهم حققوا أرباحاً حقيقية، وفي الواقع لم يتم سوى القليل من الأعمال التجارية الحقيقية مع منطقـة الميسيسيبي والآنديز وبحر الشـمال. إن هـذا الصـرح الكبـير كـان مبنيـاً علـى الرمـال (Hazard ١٩٦٢). فلم يكد بعض مضاربي الأسهم من تحويل أسهمهم إلى نقود حتى توسـعت عمليات المبادلة هذه لدرجة أن أغلب الناس سعوا إلى ذلك مما أدى إلى إفـلاس البنـك الملكـي الفرنسي وانهيار أسعار أسهم شركة الميسيسيبي (المصدرنفسه).

في نفس الفترة الزمنية انتقلت حمى المضاربة هذه إلى بريطانيا بعد أن أصبحت مزايـا بيـع الأسهم معروفة للجميع ولكل المهتمين. وسمح مجلس العموم لشركة بحر الشمال بزيـادة رأسمالهـا

وأعطاها احتكار التجارة مع الشاطئ الغربي لأمريكا الجنوبية. وهكذا، أخذت أسهم الشركة ترتفع قيمتها بشكل جنوني بحيث وصلت قيمة السهم إلى ١٠٠٠ جنيه بعد فترة وجيزة من إصداره بقيمة إسمية ١٠٠ جنيه للسهم. وكان هذا الارتفاع الجنوني هو فتيل تفجير تلك الفقاعة من المضاربات الوهمية، وخلال أسابيع قلية انخفضت أسعار الأسهم حتى وصلت إلى ١٣٥جنيه للسهم.وفي الوقت نفسه تم بيع أسهم عدد من الشركات التي لم تأخذ موافقة التاج على تأسيسها، حيث كان الهدف من تأسيسها جمع النقود وتحقيق الأرباح للسماسرة لعدم وجود ضوابط لعملها. خصوصاً، وان حملة الأسهم كانوا مسؤولين عن ديون تلك الشركات حتى آخر قرش في أموالهم الخاصة. مما دفع البرلمان البريطاني إلى إلغاء مسؤولية حملة الأسهم هذه، وحصر المسؤولية بقيمة السهم عند الإكتتاب. كما أن البرلمان أمر بنقل عمل سماسرة الأسهم لداخل البورصة من أجل تنظيم عملهم ووضع ضوابط لهم لمنع تكرار الأسوأ من المضاربات(المرجع نفسه).

أما بالنسبة لأمريكا فإن تبادل الأسهم بشكل مزدهر لم يتم حتى عام ١٩٢٠ حيث أصبحت النقود وفيرة مع الناس وازدهر الوضع الاقتصادي بالنسبة للأعمال الصغيرة والكبيرة. وكانت أول بورصة أسست في أمريكا هي في فيلادلفيا تبعتها نيويورك بشكل تدريجي حيث أسس السماسرة سوقاً مفتوحة تحت شجرة دلب في المكان الذي يعرف الآن بشارع الـ ٦٧ وال ستريت (Wall street ٦٧). واستمرت سوق الأسهم هذه بمزاولة عملها حتى عام ١٩٢١، وبعد ذلك بفترة طويلة تم نقل السماسرة إلى داخل البورصة.

ونتيجة لازدهار الوضع الاقتصادي اتجه الناس للاستثمار في أراضي فلوريدا، وشراء البيوت والشقق وبناء الفنادق وذلك بموجب عقود مؤقتة غير رسمية "binder" والتي هي مجرد اتفاقات للشراء بأسعار محددة. وقد كان التزاحم على عمليات الشراء هذه كبيراً وتضخمت الأسعار، حتى أن قطعة الأرض كان يتم تداولها عدة مرات في اليوم. ونشطت عمليات المضاربة والبيع الجزئي لدرجة أن البنوك لم تعد تستطيع أن تجاري عمليات محاسبيها، لدرجة وصلت إلى أن زبائنهم كانوا يسحبون أكثر مما لديهم أرصدة دون أن يتمكن البنك من معرفة ذلك إلا بعد مضي أربع أسابيع على الأقل (Hazard ١٩٦٢). وهكذا، ارتفعت أسعار الأراضي وجرّت أموال كثيرة للاستثمار وحالاً اخذ الناس يقترضون بكثافة حتى ينخرطوا بعمليات المضاربة. وقد ارتفعت أسعار الفائدة على عقود الشراء الجزئي حتى وصلت إلى ٢٠% بحلول آذار ١٩٢٩ أما بالنسبة لمؤشر داو جونز الذي كان ١٥٢ نقطة في شهر كانون أول ١٩٢٧ وصل إلى ٣٨١ في ٣ أيلول ١٩٢٩، لكن لم يخطر ببال أحد أن ذلك اليوم هو يوم الحسم. حيث بدأ طوفان الأسهم بالتدفق على البورصة للبيع وانخفضت الأسعار بشكل لم يشهد له مثيل حتى أنه وصل إلى سوق التداول في

٢٩ تشرين الأول /١٦/ مليون سهم للبيع بأي سعر كان. وهكذا، وقعت الكارثة، وكان من أهم ردود الفعل، أن الناس لم تعد ترغب بامتلاك الأسهم والإتجار بها.

يبدو جلياً أن عدم وجود ضوابط وتشريعات تحكم الأسواق المالية وعمليات المضاربة التي تتم فيها كانت وراء أغلب الأزمات التي حلت في أسواق الأوراق المالية العالمية وهذا ماحصل أيضاً في سوق المناخ في الكويت. هذه السوق التي نشأت إلى جانب سوق الكويت النظامية نيتجة اتخاذ الحكومة الكويتية لبعض الإجراءات التي حدّت من تأسيس المزيد من الشركات المساهمة ذات الإكتتاب العام مما نتج عنه ظهور الشركات الخليجية "التي تم تداول أسهمها في سوق المناخ" غير الرسمية. وقد سرت حمى المضاربة في هذه السوق بحيث بلغ إجمالي الأسهم ((الممثلة برؤوس أموال الشركات الخليجية)) والمطروحة للتداول ٣٥٠٠ مليون سهم بينما لم يتجاوز عدد أسهم الشركات المساهمة الكويتية ذات الاكتتاب العام بنهاية عام ١٩٨٢ الـ ٨٠٢ مليون سهم. وهكذا، اتسعت ظاهرة المضاربة ووصل حجم التداول إلى نسبة غير معقولة واتسعت فترة تأجيل الدفع بحيث وصلت إلى سنوات عوضاً من ستة أشهر، وأن الفوائد على الشيكات المؤخرة وصلت إلى ٣٠٠% والضمان الوحيد للدفع كان الثقة المتبادلة (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار Fida Darwiche ١٩٨٦,١٩٨٥). ومع حلول شهر كانون اول من عام ١٩٨٢ تدنى النشاط في سوق المناخ بشكل مفاجئ وحاد ليصل إلى /٧٢/ مليون سهم في مقابل ٦٠٢ مليون سهم في الشهر السابق. وقد توقف العديد من المتعاملين عن دفع شيكاتهم المترتبة على المعاملات وعقود البيع الآجل. كما أن العديد من المتعاملين عجز عن دفع الإلتزامات المالية التي تعهدوا بها نتيجة للتشابك في الحقوق والإلتزامات الناشئة عن البيوع الآجلة (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥).

إن سوق الأوراق المالية في الكويت قد بلغ المركز الثامن من بين الأسواق المالية العالمية عام ١٩٨١ من حيث اتساعه وارتفاع معدل دوران الأسهم وضخامة حجم التداول فيه. ويجمع المراقبون على أن نمو السوق واتساعه لم يواكبه تطور في التشريعات والقوانين التي تحكمه أو على الأقل لم يكن هناك تشديد وصرامة في تطبيق القوانين الموضوعة (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥)؟

وعلى مايبدو فإن هذه المشكلة التي واجهت سوق الأوراق المالية في الكويت هي واحدة أو متشابهة في كافة الأسواق العالمية، فأغلب هذه الأزمات عصفت بالأسواق غير المنظمة بحيث لم يكن هناك ضوابط لعملها مما فسح المجال لبعض المستثمرين المتهورين والسماسرة ومن خلال المضاربة

والشراء الجزئي وغيرها من المبادلات عالية المخاطرة أن يستغلوا الضعف في شروط تكوين السوق ليحققوا أرباحاً عن طريق التلاعب والمناورة والاحتيال. وقد استشعرت الحكومات مسؤولياتها لحماية المستثمرين فاتخذت بعض الإجراءات المحدودة لخلق علاقة عمل بين إدارة الشركات صاحبة الأوراق المالية وبين المستثمرين ولتضمن استمرار التدفق الكافي لرأس المال من أجل استمرار النمو والازدهار الاقتصادي. وكانت أولى هذه التدخلات من قبل الملك إدوارد ملك بريطانيا عام ١٢٨٥ الذي أراد أن يحقق بعض المراقبة والتوجيه لأعمال المضاربة في أسواق الأوراق المالية من خلال منحه لمحكمة الديرمان "Alderman" السلطة للترخيص للسماسرة الموجودين في لندن (Skousen ١٩٨٣). وفي أوائل القرن الثامن عشر أصدر البرلمان البريطاني القانون المسمى بـ هارش ببل (Harsh Bubble act ١٧٢٠). هذا القانون الذي حمّل المصدرين للأسهم والسماسرة في الأوراق المالية مسؤولية الإصدارات غير الشريفة للأوراق المالية نتيجة للمضاربات المجنونة التي هبت على الشركات التجارية التي تقوم بأعمالها في ويسترن هيميسفير "Western Hemsphere" (Skousen ١٩٨٣). أما في الولايات المتحدة وعلى أثر أزمة الكساد الكبير التي ضربت أمريكا عام ١٩٢٩، صدر القانون ١٩٣٣ هذا القانون الذي يُعنى أساساً بالإصدارات الأولية ويهدف إلى ضمان تزويد المستثمرين المحتملين بالمعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية محل الإصدار. حيث أوجب القانون على مصدر الأوراق المالية أن يملأ بيان تسجيل يحتوي على كافة المعلومات المتعلقة بالإصدار والمنشأة المصدرة (Gitman ١٩٨٤). وقد كان للمشرع الأمريكي من خلال إصدار هذا القانون هدفان اثنان يتعلقان بتقديم إفصاح شامل وعادل عن الأوراق المالية المدرجة للبيع وهما (Skousen ١٩٨٣):

١- أن يتم تزويد المستثمرين بالأدوات المالية ومعلومات أخرى تتعلق بالأوراق المالية المعروضة للبيع.

٢- أن يمنع تحريف الحقائق، والغش والخداع وغيرها من تصرفات الاحتيال في عمليات بيع الأوراق المالية.

وقد اهتم سوق عمان المالي بجانب الإفصاح هذا، حيث حدد النظام الداخلي للسوق فصلاً كاملاً عن واجبات الشركات المساهمة العامة وأهم ماجاء فيه، في المواد ٢٨، ٣٣، ٣٤، ٣٦، ٣٩، هذه المواد المتعلقة بحق السوق في الطلب إلى الشركات المدرجة بنشر أية معلومات ضرورية لإيضاح الوضع المالي للشركة، وضرورة أن تقوم الشركات بتقديم وإعداد نشرة إصدار عند طرح أوراقها للإكتتاب العام وإعداد هذه النشرة وفق متطلبات النموذج الخاص المقرر من قبل السوق

والذي يتضمن كافة المعلومات والإيضاحات التي تعتبر هامة للمستثمرين. وغيرها من المعلومات الضرورية (دليل الشركات المساهمة العامة الاردنية، الإصدار السابع ١٩٩١).

أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية في الكويت فقد أوجبت اللائحة الداخلية على الشركة العضو الالتزام بكافة النظم والتعليمات التي تضعها إدارة السوق من تقديم المعلومات والبيانات، وإخضاع سجلات المساهمين في هذه الشركات الأعضاء لمراقبة السوق، وأن تقوم بتقديم أي معلومات تطلبها إدراة السوق. ومن أجل الحد من ضغوط المضاربة على أسهم الشركات الكويتية فقد عملت إدارة السوق على إدراج الشركات غير الكويتية التي لم تستوف شروط القبول في السوق الرسمية في سوق مواز خاضع لرقابة وإشراف البورصة وذلك لضبط عمليات تداول أسهم هذه االشركات وحماية المستثمرين فيها. هذا وقد قامت الدولة بإغلاق سوق المناخ ابتداء من يوم ١٩٨٤/١١/٣ (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥).

كما أن سوق عمان المالي ولكي تضمن الرقابة على السوق الموازية فقد خصصت بورصة عمان نصف ساعة يومياً لتداول أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية وهكذا، فإن الإفصاح عن المعلومات الحقيقية أهم ماركزت عليه كافة التشريعات بل إن المشرع لم يكتف بالتركيز على الإفصاح بل عمل على إيجاد مؤسسة تكون مسؤولة عن تنفيذه. وهذا ماحدا بالمشرع الأمريكي لإصدار القانون ١٩٣٤ الذي جاء لمعالجة مسألتين هامتين أغفلهما قانون ١٩٣٣ وهما:

١- إن قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ لم يحدد الجهة المسؤولة عن تنفيذه. لذلك نص قانون عام ١٩٣٤ على تشكيل لجنة من خمسة أعضاء، يطلق عليها لجنة البورصة والأوراق المالية على أن تكون العضوية محددة بخمس سنوات.

٢- المسألة الثانية أن ولاية هذا القانون امتدت لتشمل السوق الثانوية وأصبح لزاماً على كافة الأسواق المنظمة أن تتقدم بطلب تسجيل لدى لجنة البورصة وفي العام ١٩٦٤أدخل تعديل هام على القانون تم بموجبه شمول متطلبات الإفصاح للشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق غير نظامية (Skousen ١٩٨٣).

إن قانون عام ١٩٣٣ وعام ١٩٣٤ يعتبران وبحق متعلقان بالإفصاح حيث يتطلبان نشر معلومات مالية بصورة دورية من خلال تقارير وقوائم مالية تقدم لهيئة تداول الأوراق المالية وتصبح متاحة لجميع من يريد الإطلاع عليها حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرارات الرشيدة. وفي هذا الصدد يقول الأستاذ عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال في مصر أن تعليمات قيد الأوراق

المالية الجديدة المعمول بها من كانون اول ١٩٩٦ تؤكد على أهميـــة تـــداول الأوراق الماليـــة في البورصة، فالأوراق المالية التي لم يجر عليها تداول لمدة ستة أشهر من كانون ثاني ولغاية ٣١ أيار مـن كل عام يشطب سعر الإقفال المتعلق بها وإذا لم يجر التداول عليها لمدة سنة تشطب الشركة، وقـد تم شطب ٧٠ شركة في العام ١٩٩٦ "فالقيد في البورصة الهدف الوحيد له التداول وليس الحصـــول على إعفاءات ضريبية فالذي لايلتزم بالإفصاح يُشطب من البورصة (عبد الحميد إبراهيم، الإهـــرام الاقتصادية ١٩٩٧/١/٢٧). وقد ألزم قانون سوق الأوراق المالية رقم ٩٥ لعـــام ١٩٩٢ جميـــع الشركات بتصوير حساباتها في شكل قوائم مالية مما يؤدي إلى تعظيم كمية وقيمة القرارات الخاصـــة بعمليات الشراء والبيع للأوراق المالية في البورصة. وأيضاً اتخاذ الهيئة العامة قراراً بإلزام الشـــركات التي تتداول أوراقها المالية في البورصة بنشر تقارير ربع سنوية بما يؤدي إلى تعظيم منفعة المعلومـــات المحاسبية التي تنشر في هذه التقارير (د. زكريا الصادق، الإهرام الاقتصادية ١٩٩٧/٢/١٠).

كان تركيز الأسواق المالية على جانب الإفصاح من أجل وضع المســـتمرين المحتملـــين في الصورة الحقيقية للمنشأة صاحبة الورقة المالية له أهمية كبرى في وضـــع حـــدٍ لممارســـات الغـــش والإحتيال والتلاعب الذي يمكن أن يمارس سواء من قبل الموظفين أم من قبل سماسرة الأوراق المالية. وقد راعى المشرع هذا الجانب فتم إصدار القوانين والقرارات التي تمنع أو تحد مـــن الممارســـات اللاأخلاقية و أهمها ممارسات بعض العاملين والمديرين "inseider" الذين تتاح لهم فرصة الحصـــول على معلومات خاصة عن المنشأة التي يعملون فيها واستخدام تلك المعلومات في المضاربـــة وليـــس الاستثمار. ولضمان تحقيق ذلك، يلزم القانون كل عضو في مجلس الإدارة أو مدير، أو مستثمر تزيد حصته عن ٥% بتقديم تقرير للجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) وتقرير مماثل للجنة البورصة التي تتداول فيها الأوراق المالية لتلك المنشأة وذلك في كل شهر يحدث فيه تغيير فيما يملكـــه مـــن أسهمها(Francis ١٩٨٦). إن مراقبة وتحديد ممارسات المديرين والعاملين يساهم في تحقيق كفـــاءة أسواق الأوراق المالية من حيث إتاحة الفرص للجميع في الحصول على المعلومات المتعلقة بـــالأوراق المالية وبالتالي لايستطيع أحد أن يحقق أرباحاً إضافية بسبب حصوله على معلومات لاتتاح للآخريـــن كونه موظفاً في الشركة.

وفي هذا المجال يقول الدكتور زكريا الصادق إن أحد أهم الأسباب وراء كون الأســـعار في البورصة المصرية لاتمثل الأسعار الحقيقية والواقعية هو حصول بعض المستمرين علـــى معلومـــات داخلية (خاصة) لايستطيع كافة المتعاملين بالبورصة الحصول عليها (زكريـــا الصـــادق، الإهـــرام الاقتصادية، ١٩٩٧/٢/١٠). وتأكيداً لما قاله الدكتور الصادق نشرت مجلـــة الدراســـات الماليـــة والمصرفية بترخيص من (Alan Mackie ١٩٩٥) أن هناك معلومات تشير إلى أن لجنـــة رقابـــة

الأسعار منعت التعاقد على بعض الصفقات للحد من ارتفاع الأسعار وذلك لأن بعض الشركات المفلسة استطاعت بيع أسهمها بأسعار مضاعفة. فكيف يتم بيع أسهم إحدى الشركات المفلسة وبأسعار مضاعفة إذا لم يكن هناك تلاعب من الداخل وإعطاء معلومات غير حقيقية عن وضع الشركة وبالتالي خداع المستثمرين. ومن أجل وضع حد أيضاً للممارسات اللاأخلاقية صدر في مصر أخيراً ميثاق شرف المهنة للعاملين في سوق الأوراق المالية. وقد ركز هذا الميثاق على ضرورة التزام خبراء سوق المال في مصر بقواعد السلوك المهني وكل القوانين واللوائح التي تفرض من الدولة أو من أي هيئة رقابية. وقد نص ميثاق شرف المهنة على ضرورة التزام عضو الجمعية بإبلاغ عملائه ورؤسائه بأية عمولات أو أتعاب أو منافع يتلقاها نتيجة العمليات التي ينفذها لصالح عملائه كما يلتزم بالإفصاح للعميل المحتمل عن أية عمولات قد يدفعها للآخرين نتيجة ترشيحه له للعمل . وقد تدرجت عقوبات عدم الالتزام بميثاق شرف المهنة من لفت النظر إلى الإيقاف عن عضوية الجمعية لمدة لاتزيد عن سنة واحدة وأخيراً الفصل نهائياً من الجمعية.

ومن أشكال التلاعب في سوق الأوراق المالية محاولة الإحتكار لبعض أنواع الأوراق المالية من خلال شراء كامل الأسهم المعروضة للبيع ومن ثم إعادة بيعها للراغبين في شرائها وبالسعر الذي يراه المحتكر مناسباً. وغالباً مايحصر هذا النشاط في شراء الأسهم التي تباع على المكشوف. وبموجب هذا النوع من المضاربات فإن عملية البيع قد تتم في الوقت الذي لايملك فيه البائع الورقة محل الصفقة. وبموجبه يتم بيع الورقة المالية "التي يتوقع المضارب مثلاً أن أسعارها ستنخفض" بالسعر الجاري ومن ثم بعد فترة متفق عليها وإذا انخفضت قيمة الورقة يقوم المضارب بشرائها فيكون قد حقق ربحاً بين السعر الذي باعها به وبين السعر الذي اشتراها به ثانيةً ولتوضيح ذلك، نفترض أن أحد المضاربين توقع انخفاض القيمة السوقية لأسهم منشأة ما، فإنه يعطي أوامره للسمسار بأن يبيع له على المكشوف ١٠٠ سهم بالسعر الجاري ولنفترض ٣٠ ل.س (٣٠ × ١٠٠ = ٣٠٠٠). وبمجرد استلام الأمر يسعى السمسار للبحث عن عميل يرغب في شراء تلك الأسهم بالسعر السائد ويبرم الصفقة معه. وفي تاريخ التنفيذ والذي عادة مايكون في خلال خمسة أيام عمل من تاريخ إبرام الصفقة يقوم السمسار بتسليم الأسهم محل الصفقة، وذلك إما من مخزن السمسار أو باقتراضها من شخص آخر وذلك مقابل قيام المشتري بسداد القيمة وقدرها ٣٠٠٠ ل.س للمالك الأصلي لتلك الأسهم، ولكن تبقى قيمة الأسهم مع مقرض الأسهم كرهن للأسهم التي أقرضها. والآن وبفرض أن توقعات المضارب على المكشوف قد تحققت وانخفضت قيمتها لتصبح ٢٠ ل.س للسهم حينئذ يمكن للمضارب إقفال حسابه مع السمسار وذلك بإعطائه أوامر بشراء الأسهم من السوق بالسعر السائد (٢٠ × ١٠٠ = ٢٠٠٠ ل.س) وتسليمها للمقرض، على أن يسترد البائع

قيمة الرهن المتمثلة في القيمة التي سبق أن باع بها الأسهم، محققاً عائداً قدره ١٠٠٠ ل.س. أما إذا فشلت توقعات المضارب وارتفعت قيمة الورقة المالية فإن المضارب يدفع خسائر قد لايكون لها حدود. ولمواجهة ذلك نص قانون الأوراق المالية والبورصة الأمريكي الصادر عام ١٩٣٤ على أن لاتبرم صفقات البيع على المكشوف إذا كانت القيمة السوقية للورقة في حالة هبوط. كما أصدرت لجنة الأوراق المالية والبورصة قاعدة تفصيلية تقضي بأن لاتجرى معاملات البيع على المكشوف، إلا إذا كان السعر الذي تجري به الصفقة أعلى من السعر السائد قبلها، أو إذا ظل السعر مساوياً للسعر السابق عليه بشرط أن يكون هذا السعر السابق أعلى من السعر الذي قبله (هندي ١٩٩٣).

كما أن المشرع المصري ومن أجل وضع حد للإحتكار في البورصة المصرية، فقد أصدر وزير الاقتصاد القرار رقم ٩٣٠ لعام ١٩٩٦ والذي ينص على (كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز مايملكه ١٠% من عدد الأسهم الاسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهمها في اكتتاب عام أو طرح للتداول ببورصات الأوراق المالية ما لايقل عن ٣٠% من أسهمها أن يخطر الشركة بكتاب قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل متضمناً نسبة مساهمته في رأس مال الشركة ومرفقاً به بيان كاف للتعرف بالعملية وعلى الأخص عدد ونوع الأسهم محل العملية ومواصفاتها ومكان عقد العملية. واسم وعنوان شركة السمسرة التي تتم العملية بواسطتها (الإهرام الاقتصادية ١٩٩٧/٢/٣).

ومما تعرضت له الأسواق المالية في العالم وتتعرض له هو الشراء النقدي الجزئي أو مايسمى Margin Buying، ويتم ذلك بأن يقوم المضاربون بتمويل جزء من الصفقة بأموال مقترضة أما الباقي فيتم تمويله من أموال المضارب. وقد وصلت نسبة التمويل المقترض إلى ٩٠% قبل فترة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ في أمريكا وهذه النسبة تعني أن نسبة حقوق الملكية إلى القرض ٩/١ وبذا يكون هامش الأمان ١٠% ونتيجة لانخفاض نسبة الهامش وإضافة الأرباح الرأسمالية الورقية فقد تعرض المضاربون والمقرضون للخسائر، خاصة عندما بدأت أسعار الأوراق المالية في الإنخفاض قبيل نهاية عام ١٩٢٩. وعندما حاول المضاربون تصفية مواقفهم ببيع الأوراق المالية التي سبق أن اشتروها، ترتب على زيادة العرض المزيد من التدهور. وللتغلب على حالة كهذه أعطى القانون البنك المركزي الحق في تحديد نسبة ملائمة للهامش. بما يحقق الحماية المطلوبة لأطراف التعامل. ولم يحدد البنك المركزي نسبة ثابتة، بل كان يعمد إلى تغيير هذه النسبة بالارتفاع او الانخفاض حسب ظروف السوق والحالة الاقتصادية العامة (Francis ١٩٨٦).

وفي هذا المجال، ونتيجةً لأزمة سوق المناخ في الكويت التي نتجت عن عمليات المضاربة الشديدة فقد إضطرات الحكومة إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات وكانت الحكومة قبل ذلك قد تدخلت لوقف التعامل الفوضوي في السوق من خلال مجموعة من الإجراءات أهمها:

١- منع السماسرة من عرض أسهم لأي شركة خليجية دون موافقة مسبقة من الوزارة.

٢- ألزمت الشركات بأن تجهز موازنات سنوية، وأي شركة تفشل في ذلك سوف تمنع من عرض أسهمها في السوق.

٣- شكلت الدولة هيئةً استشارية غرضها إعادة تنظيم العمليات في السوق وذلك من خلال وضع مستلزمات لمكاتب السمسرة وهي :

١- أن تظهر تاريخ كل صفقة.

٢- اسم الشاري والبائع وتواقيعهم.

٣- إرسال صورة عن كل صفقة من الصفقات إلى وزارة التجارة والصناعة بنهاية كل يوم.

وفي هذه الحالة تستطيع الوزارة أن تعلم أولاً بأول عدد الأسهم المباعة كل يوم، أسعار الإقفال لأسهم الشركة وطبيعة الصفقات فيما إذا كانت آجلة أم نقدية. ولكن كافة هذه الإجراءات والمحاولات باءت بالفشل في وضع حد للسوق (Fida Daruiche ١٩٨٦). مما أدى إلى انهيار السوق.وعلى أثر انهيار السوق صدر مجموعة من القوانين والقرارات التي تعالج المشاكل الناجمة عن أزمة المناخ وذلك من أجل إعادة الثقة والنشاط إلى سوق الأوراق المالية الكويتي وكان أهم ماتضمنته هذه القوانين:

١- تسجيل جميع المعاملات التي تمت بالأجل لدى شركة تم إنشاؤها لهذا الغرض هي الشركة الكويتية للمقاصة.

٢- تشكيل هيئة أو عدة هيئات للنظر في المنازعات.

٣- إنشاء مؤسسة تسوية المعاملات المتعلق بالأسهم التي تمت بالأجل وذلك من أجل إدارة وتصفية ومراقبة تنفيذ التسويات والمصالحات بحيث تنوب نيابة قانونية عن الدائنين (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥).

أما في سوق الأوراق المالية الأردني ومن أجل وضع حد للمغالاة في ارتفاع أو انخفاض الأسعار وعلى المدى القصير، فقد وضع السوق سياسة سقوف الإصدار والتي تعني تحديد نسبة الارتفاع والإنخفاض في أسعار الأسهم بما لايتعدى النسب التي تحددها لجنة السوق وذلك حسب واقع الحال. حيث بدأ بتطبيق هذه السياسة في عام ١٩٧٩ بسقف (١٠%) وقد تم تعديل هذا

السقف عدة مرات إلى أن تم إلغاءه في ١٩٨١/١٢/١ وأصبح التعامل مفتوحاً دون التقيد بنسبة معينة وذلك تحقيقاً للأهداف التالية (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥):

١- الحد من الاختناقات في تداول بعض أسهم الشركات التي يؤثر تطبيق السقف على ارتفاع أسعارها في بعض الأحيان.

٢- القضاء على التعامل الذي يجري خارج القاعة في أسهم بعض الشركات التي لايسمح تطبيع السقف بإعطائها السعر الرائج.

٣- إمكانية توفير عروض بيع وعروض شراء أكثر دقة من حيث التفويض والتعامل في داخل القاعة من قبل المواطنين أو السمسار.

ومنذ ذلك التاريخ وحتى الآن أصبحت الأسعار مُعوَّمة ولاتخضع للسقوف. إلا أن لجنة الإدارة تركت لمدير عام السوق أمر التصرف الملائم في حال وجود ارتفاعات أو انخفاضات مفاجئة وكبيرة لسهم ما. وقد نصت المادة ٤٤ من الفقرة د من سوق عمان المالي بأنه يجوز للجنة، وبناءً على تنسيق من مراقب الشركات أن توقف بقرار معلل عمليات انتقال ملكية الأسهم إذا تجاوزت نسبة الأسهم المنقولة لشخص واحد، طبيعي أو معنوي ١٠% من مجموع أسهم الشركة وذلك إذا ثبت أن هذا الانتقال يتعارض مع مصلحة الاقتصاد الوطني وفي هذه الحالة يجوز لأي فريق متضرر أن يطعن بالقرار أمام وزير الصناعة والتجارة الذي يجب أن يصدر قراره خلال ثلاثة أيام من تاريخ الطعن (دليل الشركات المساهمة الاردنية ١٩٩١).

وهكذا فإن المشرع في كافة دول العالم التي لديها بورصات عمل على استصدار القوانين والقرارات التي تعالج المشاكل التي تتعرض لها البورصة والذي أدى بعضها إلى أزمات اقتصادية خطيرة. كما أن هناك عدداً من الأمور التي تعرض لها المشرع ونظمها تفادياً لأزمات من الممكن أن تقع فيما لو لم يأخذها المشرع بعين الاعتبار منها مثلاً قانون المصارف الذي صدر في أمريكا في العام ١٩٣٣ حيث أصبح بمقتضاه محظوراً على المصارف التجارية القيام بوظائف مصرف الاستثمار لمنشآت الأعمال - أي أن تتعهد البنوك بتصريف كمية من الأوراق المالية (كضامنة لها) المصدرة ضمن سعر متفق عليه مع الشركة المصدرة للأوراق المالية. إن الهدف الرئيسي من تحريم قيام البنوك التجارية بوظائف مصرف الاستثمار لمنشآت الأعمال، هو وقايتها من التعرض لخسائر كبيرة إذا مافشلت في تصريف الكمية التي تعهدت بها، أو فشلت في تصريفها بالسعر المتفق عليه. هذا ولم يحرّم المشرع على المصارف التجارية القيام بوظائف مصرف الاستثمار بالنسبة للسندات التي تصدرها الحكومة الفيدرالية والحكومات المحلية على أساس أن المخاطر في هذا الشأن غير موجودة، وحتى إذا وجدت فغالباً ما تكون ضئيلة (French ١٩٨٩).

كما أن المشرع الأردني أيضاً راعى هذه الناحية ومنع على البنوك التجارية ممارسة أعمال الوساطة. وقد حدد المشرع الأردني الشروط الواجب توفرها بشركات الوساطة على الشكل التالي:

١- أن تكون الصفة القانونية لهذه الشركات مساهمة عامة.

٢- أن لايقل رأسمالها المدفوع عن مليون دينار أردني.

٣- التزام الشركات من النوع المذكور والتي يقبل ترخيصها باستثمار مانسبته ١٥% من حقوق مساهمي الشركة في سندات القرض المختلفة.

إلا أن المشرع الأردني لم يحرم هذه البنوك التجارية من المساهمة في الإستثمار في الأوراق المالية بحيث سمح لها بأن تستثمر مانسبته ١٥% على الأقل من قيمة رأس مال البنك المدفوع واحتياطاته في أسهم الشركات المساهمة العامة(المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥).

ومن الأمور الهامة التي تعرض لها المشرع هو إصداره لقانون يحمي المستثمرين من مخاطر الإفلاس التي قد تتعرض لها بيوت السمسرة. فقد أوجد القانون مؤسسة لاتستهدف تحقيق الربح، وتتولى تأمين حسابات العملاء لدى بيوت السمسرة.

ووفقاً لهذا القانون أصبحت العضوية إلزامية لكل بيوت السمسرة، إضافة إلى كل الأعضاء في البورصة. كما أصبح لزاماً عليهم دفع أقساط سنوية قد تصل إلى ٢٥% من مجمل الربح، تستخدم حصيلة هذه الأموال في تعويض العملاء عن الخسائر التي تعرضوا لها بسبب إفلاس بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، وذلك حينما لاتكفي أموال التصفية لتغطية مستحقات هؤلاء العملاء (Skousen ١٩٨٣).

الأمر الهام الآخر الذي تتعرض له أسواق الأوراق المالية وتعرضت له السوق الامريكية في ١٩ تشرين الأول عام ١٩٨٧ هو مسألة كفاءة المعلومات التي تقدّم في تحقيق توازن الأسعار في أسواق الأوراق المالية. فالسوق الكفء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار كافة المعلومات المتوفرة، ولذلك، تتعدل الأسعار بسرعة ودون تحيز حسب المعلومات الجديدة. وحتى لاتتعرض السوق المالي لخطر في مجال الكفاءة يجب أن تكون المعلومات المعلن عنها معبرة وبشكل صحيح عن الوضع المالي الحقيقي للمنشأة صاحبة الورقة المالية، وأن تكون هذه المعلومات في متناول الجميع لا أن تكون في متناول البعض دون الآخر. إلا أن مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية هذا أصبح محل تساؤلات كثيرة على أثر يوم الإثنين الأسود ١٩٨٧، فالبعض عزاها إلى أنها كانت ردود أفعال مبالغ فيها والمقصود بردود الأفعال المبالغ فيها أنه موجة من أوامر الشراء التي عادة مايصحبها

موجات متتالية من أوامر الشراء، وأنه موجه من أوامر البيع والتي عادة مايصحبها موجات متتالية من أوامر البيع، وفي ضوء ذلك فإن أزمة يوم الإثنين الأسود لم تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات غير الرشيدة للمتعاملين في السوق. أو أن الأزمة كانت تصحيح لأوضاع سابقة، ففي دراسة لـ جينكي (Jahnke ١٩٨٧) كشف فيها عن أن مستويات أسعار الأسهم في السوق كانت أعلى كثيراً مما ينبغي أن تكون عليه، وأن ماحدث لايخرج عن كونه تصحيح للمسار. وفي دراسة اخرى دلّت على أن الانخفاض الكبير والمفاجئ في الأسعار هو دليل دامغ على أن أسعار الأسهم هي محصلة عوامل سيكولوجية أو تقدم تكنولوجي في أساليب المتاجرة أو أي أسباب أخرى بعيدة عن ورود معلومات جديدة. وسيتناول الباحث كفاءة أسواق رأس المال بالتفصيل في مبحث مستقل.

وهكذا، فإن وجود أسواق للأوراق المالية في أي دولة لايعني انتهاء أزماتها الاقتصادية فلكل ظاهرة إيجابياتها وسلبياتها، وكذلك الأمر بالنسبة للأسواق المالية التي أصبحت ضرورة اقتصادية ملحة لخدمة الاقتصاد القومي من حيث كونها وعاء الادخار الذي تنصب فيه الادخارات الوطنية التي توجه من خلاله لخدمة التنمية الاقتصادية. إلا أن هذه المزايا الكبيرة التي تقدمها أسواق الأوراق المالية يرافقها بعض المشاكل للاقتصاد إلا ان هذه المشاكل يمكن معالجتها وبالفعل تمت معالجتها حين حدثت في الكثير من دول العالم كما ذكرنا في مبحثنا هذا. وتبقى الفكرة الأساسية أن أسواق الأوراق المالية ضرورة اقتصادية هامة في تمويل الاستثمارات ومايتنج عنها من مشاكل أو أزمات ماهي إلا كالأعشاب الضارة التي تنمو بجانب الأشجار المثمرة يمكن إزالتها بسهولة، لكنها تعود بين فترة وأخرى وبالتالي فإن عين المشرع الاقتصادي يجب أن تبقى ساهرة من أجل وضع حد لهذه التجاوزات حماية للنمو الاقتصادي.

المبحث الثاني

متطلبات إدراج الأوراق المالية في البورصة

إن الحصول على المال اللازم لتمويل الاستثمارات القائمة أو التوسع فيها أو لتمويل الاستثمارات الحديثة يتم إما من خلال التمويل بالملكية (أسهم) أو التمويل بالدين (سندات). وفي كلا الحالتين يتطلب الأمر إصدار سندات أو أسهم، لذلك على المستثمر المقارنة بين تكاليف إصدار الأوراق المالية وتقديم تقارير دورية إلى هيئة تداول الأوراق المالية وبين التمويل عن طريق الإقتراض من المصارف وكلفتها. فإذا وجد المستثمر أن إصدار أوراق مالية أفضل من الإقتراض من المصرف، عليه أن يختار الصيغة المناسبة لإدراج أوراقه المالية في البورصة لأن هناك العديد من الصيغ التي قد تصل إلى عشرين صيغة في الولايات المتحدة مثلاً. إن المعلومات التي تحتويها إستمارة التسجيل قد تختلف من صيغة لأخرى، إلا أن أغلب الصيغ تحتوي على المعلومات التالية وغالباً ماتكون وفق الصيغة ١ - S والتي هي الصيغة الأكثر شيوعاً وهي:

١- لمحة عن طبيعة وتاريخ الشركة المصدرة للأوراق المالية.

٢- تركيب رأس مال الشركة المصدرة.

٣- وصف لأي عقود أو ارتباطات مادية بما فيها ترتيبات المشاركة في الأرباح والمكافآت.

٤- وصف للأوراق المالية التي سجلت.

٥- رواتب وأي أوراق مالية مملوكة للموظفين أو المديرين في الشركة.

٦- تفاصيل عن أي ترتيبات لضمان بيع الأوراق المالية.

٧- تقييم التراكم الصافي للنقود التي ستأتي من الإصدار واستخدامات هذا التراكم.

٨- معلومات مالية تفصيلية، مثل ملخصات الإيرادات، ميزانيات مصدقة، قائمة الأرباح والخسائر، وجداول أخرى بالملاحظات التوضيحية.

لابد من الإشارة إلى أن هذه المتطلبات بالنسبة لاستمارة التسجيل تعتبر شبه عامة بالنسبة لكافة البورصات العالمية (Skousen ١٩٨٣).

إن هيئة تداول الأوراق المالية، تعتقد بشكل صحيح أو خاطئ، أن الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالإصدار والمعروض للبيع سوف تسمح للمستثمر من أن يصل إلى اختيارٍ مدروسٍ ضمن الاستثمارات المتعددة. إنها تسمح للمستثمر من أن يتفحص إمكانيات الاستثمار بروية أكثر (Skousen ١٩٨٣). إن هيئة تداول الأوراق المالية فرضت عقوبات شديدة على من يقدم

معلومات مضللة وغير صحيحة من خلال استمارة التسجيل والمنشور المرافق. إن الجزء ١١ من قانون عام ١٩٣٣ أكد على أن أي شخص له علاقة بقائمة التسجيل، بما فيهم المحاسبين، مسؤول عن صحة ماجاء في قائمة التسجيل. إن أكثر المعلومات أهمية ضمن استمارة التسجيل والمنشور هي القوائم المالية والملاحق الموضحة لها، والتي هي أغلبها يجب أن يُصادق عليها من قبل محاسب قانوني مستقل، وأن التصديق يجب أن يكون يدوياً على الثبوتيات المرافقة لقائمة التسجيل. وقد تطلب قانون عام ١٩٣٣ متطلبات أخرى لكنها غير إلزامية منها مثلاً، إصدار رسالة أو بيان من المحاسب "comfort letters" حول الأور اق المالية، كما أنه على ضامن الأوراق المالية أن يصادق على صحة استمارة التسجيل والقوائم المرحلية الأخرى.

أما بالنسبة للشركات التي ترغب بإدراج أوراقها المالية في البورصات الموازية "over-the counter Market"، وغيرها من البورصات الوطنية فقد نظمها قانون عام ١٩٣٤، حيث إنه على الشركات التي ترغب بتداول أوراقها المالية أن تملأ استمارة تسجيل مشابهة لتلك المطلوبة بموجب قانون عام ١٩٣٣ لكن ليس بنفس الدقة والكثافة وأن يتوفر في الشركة المدرجة عدد من الأشتراطات أهمها (Francise ١٩٨٤):

١- أن يكون أسهم المنشأة مملوكة لعدد لايقل عن ١٥ مستثمر.

٢- أن لايقل عدد بيوت السمسرة المتعاملين في الورقة المالية عن ثلاثة بيوت.

٣- أن تتوافر معلومات عن اهتمامات المستثمرين بتلك الورقة وهي ما يقاس بحجم التعامل فيها كل ستة أشهر.

ولابد من الإشارة إلى أن تسجيل الأسهم بموجب أحد القانونين لايعني أن يحقق متطلبات تسجيلها بموجب القانون الآخر. كما أنه لابد من الإشارة إلى أن المنشور المطلوب بموجب القانون ١٩٣٣ ليس مطلوباً بموجب قانون عام ١٩٣٤ لأن التداول في السوق الموازية هو تداول مفتوح للجميع. كما أن القانون ١٩٣٤ يتطلب تقديم معلومات حديثة عن الشركة إلى هيئة التداول عن طريق التقارير الدورية، مثل، التقرير السنوي "Form-١٠-K" والتقرير ربع السنوي "Form-١٠-Q" اللذان يعتبران من أكثر التقارير شيوعاً واستعمالاً. إن كافة هذه المعلومات، مع بعض الإستثناءات المحدودة، هي معلومات متوفرة للعموم في مكاتب هيئة تداول الأسهم وفي بنوك الاستثمار، وفي البورصات. إضافة لهذه التقارير المقدمة لهيئة تداول الأوراق المالية، فإن هناك تقارير أخرى هي:

- الصيغة - Forms-١ - التي تعتبر من أكثر استمارات التسجيل مطابقة لقانون عام ١٩٣٣.

• استمارة التفويض Proxy statement المستخدمة مع استمارة التوكيل الانتخابي للاجتماعات الدورية لحملة الأسهم.

• الصيغة K-8 "Form-8-K" تستخدم من قبل الشركات لتقديم تقاريرهم المتعلقة بأي أحداث أساسية أثرت على الشركة. إن المعلومات التي يتضمنها التقرير وفق هذه الصيغة هي معلومات إخبارية الهدف منها إبقاء حملة الأسهم المهمين وهيئة تداول الأسهم بصورة الأحداث التي لها تأثير جوهري.

هذا عن متطلبات تسجيل الأوراق المالية بشكل عام، إلا أنه قد تختلف متطلبات التسجيل بين بورصة وأخرى وذلك وفق عدة عوامل منها، الوضع الاقتصادي للبلد الذي توجد فيه البورصة، حجم البورصة وغيرها. لذلك فإن الباحث سيتعرض لشروط إدراج الأوراق المالية في عدد من البورصات العالمية والعربية.

١- شروط إدراج الأوراق المالية في بورصة نيويورك:

١- أن لايقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن /٢,٥/ مليون دولار وأن لايقل عن /٢/ مليون دولار في السنتين السابقتين عن ذلك العام.

٢- أن لاتقل قيمة الأصول المادية عن ١٨ مليون دولار.

٣- أن لاتقل القيمة السوقية للأسهم عن ١٨ مليون دولار.

٤- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لاتقل قيمتها عن (١.١) مليون دولار.

٥- أن يوجد ٢٠٠٠ مساهم على الأقل يملك كل منهم ١٠٠ سهم أو أكثر.

بالإضافة لتلك الشروط الأساسية فقد وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكملة هي:

١- أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي.

٢- أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

٣- أن تنتمي المنشأة لصناعة لها فرصة للتوسع والنمو، أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق (هندي ١٩٩٣و Gitman ١٩٨٥).

٢- شروط إدراج الأوراق المالية في البورصات الأوربية:

صدر في العام ١٩٨٤ نشرة بخصوص "قبول الأوراق المالية للإدراج في السوق المالي" وسمي بالكتاب الأصفر. وقد وضع الحد الأدنى من المتطلبات القانونية بخصوص قبول الأوراق المالية لإدراجها في البورصة. إن الشروط الأساسية لإدراج الأوراق المالية هي:

١- يجب أن تكون القيمة السوقية المتوقعة للأوراق المالية التي يراد إدراجها في السوق المالي على الأقل ٧٠٠٠٠٠ جنيه إسترليني في حالة الأسهم و ٣٠٠٠٠٠ جنيه استرليني في حالة الأوراق المالية على شكل سندات دين. ويحق للجنة السوق أن تقبل إدراج أوراق مالية في السوق بقيمة أقل من القيمة المطلوبة، شريطة أن تقتنع لجنة السوق بأن هذه الأوراق يتوقع لها تسويق.

٢- أن تكون الأوراق المالية المطلوب إدراجها قابلة للتحويل بحرية وأن التعامل بها يمكن أن يتم على أساس مفتوح وعادل.

٣- على الشركة التي تطلب إدراج أوراقها المالية أن تكون قد نشرت أو أرسلت بياناتها المالية للنشر حسب القانون الوطني لمدة خمس سنوات سابقة لطلب الإدراج. ويمكن للجنة أن تقبل فترة أقصر إذا كان ذلك مرغوباً لمصلحة الشركة أو المستثمرين وكانت اللجنة مقتنعة بأن المستثمرين سيحصلون على المعلومات الضرورية المتوافرة من أجل التوصل إلى قرار مبني على معلومات مفيدة عن الشركة والأوراق المالية التي يراد إدراجها في السوق المالي.

٤- أن لايوجد مساهم في الشركة يستطيع أن يؤثر على قرارات الشركة حين التصويت وحين تضارب مصلحته مع مصلحة الهيئة العامة للمساهمين. وقد حددت سلطة التصويت هذه بملكية مساهم بنسبة ٣٠% أو أكثر في الجمعية العمومية للمساهمين، أو أن يكون في مركز يسيطر فيه على تكوين أغلبية أعضاء مجلس إدارة الشركة.

٥- يجب أن يكون ٢٥% على الأقل من أي نوع من الأسهم متداولاً بين أيدي الجمهور في واحدة أو أكثر من البلدان الأعضاء وفي وقت لايتجاوز تاريخ قبول الشركة في السوق. ويؤخذ بعين الإعتبار الأشخاص اللذين هم في بلد ليست عضواً في السوق، إذا كانت الأسهم مدرجة في تلك البلد.

٦- يطلب من جميع المتقدمين بطلبات للإدراج في سوق الأوراق المالية نشر بنود الإدراج حسب الجزء الثالث من "الكتاب الأصفر". وذلك في حال عرض الأسهم على الإكتتاب العام.

٧- إن إصدار الخيارات أو الضمانات للإكتتاب في رأس المال يجب أن يكون محدوداً بمبلغ يعادل ١٠% من رأس المال المصدر في الوقت الذي تصدر في الخيارات أو الضمانات (الإطار التنظيمي للمحاسبة، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين).

متطلبات إدراج الأوراق المالية في البورصة:

حتى يتم قبول الأوراق المالية في القائمة الرسمية لسوق الأوراق المالية، فإن هناك مجموعة من المعطيات يجب الإفصاح عنها. وقد قسمت هذه المعطيات إلى ثماني مجموعات هي:

١- تفاصيل تتعلق بالجهة المصدرة، والأشخاص المسؤولين عن بنود الإدراج، إضافة إلى مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين.

٢- معلومات عن الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بـ :

آ- طبيعة الأوراق المالية نفسها، مثل سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، أي الأسواق المالية "إن وجدت" قد أدرجت أو ستدرج فيها هذه الأوراق المالية، ووصف الأسهم المصدرة أو التي ستصدر وتحديد عددها.

ب- إرفاق الحقوق القانونية بالأوراق المالية: كحق التصويت، وحق الأولوية في الشراء، والحقوق الملحقة بالأسهم بخصوص توزيع الأرباح والتصفية ... الخ.

جـ- إدارة إصدار الأوراق المالية.

على مصدر الأوراق المالية نشر أسماء البنوك التي ستقبل الإكتتاب في الأوراق المالية، والفترة التي سيبقى الإكتتاب خلالها مفتوحاً، وأسماء أي أشخاط ضامنين للإصدار وعناوينهم.

٣- معلومات عامة عن الجهة المصدرة ورأسمالها، طبيعة رأسمال الشركة الموجودة، وتشمل على رأس المال المصّرح به والمصدر، أنواع الأسهم التي يتكون منها رأس المال وعددها.

٤- طبيعة العمليات التجارية للشركة وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، والموقع، وحجم مؤسساها الرئيسية ومتوسط عدد الأشخاص العاملين فيها.

٥- معلومات مالية عن الشركة المصدرة: عن الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم والسجل والمركز المالي للمنشأة عن كل سنة من السنوات الخمس الماضية.

٦- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة، مثل أسماء أعضاء مجلس الإدارة وعناوينهم، عملهم الوظيفي داخل الشركة، مصالحهم التجارية خارج الشركة، معلومات عن المكافآت المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة، تفاصيل عن حصة كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة في الأوراق المالية.

٧- اتجاه الأعمال التجارية للشركة، كما يجب الإفصاح عن القروض التجارية الرئيسية والسياسات المحاسبية التي بنيت عليها أي تكهنات للأرباح.

٨- معلومات إضافية تتعلق بالأوراق المالية المتمثلة بالديون، عن طبيعة وعدد الأوراق المالية وتفاصيل تتعلق بالأوراق المالية للديون وأهم المعلومات هي:

أ- سعر الإصدار، سعر السداد، ومعدل الفائدة الإسمي.

ب- إجراءات تسديد الأوراق المالية.

ج- نوع العملة التي سيدفع بها القرض.

د- التاريخ الذي تصبح فيه الفائدة مستحقة الدفع، وتواريخ استحقاق دفع الفائدة.

هـ- الإشارة إلى العائد وملخص للطريقة التي حسب بموجبها.

و- تفاصيل أي ضمانات لدفع أصل الدين أو الفائدة.

ز- اسم المكتب الرئيسي الوصي ووظيفته والشروط الرئيسية لوثيقة الوصاية.

(المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الإطار التنظيمي للمحاسبة).

شروط إدراج الأوراق المالية في البورصات المصرية:

١- أن لايقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسين ألف جنيه.

٢- أن تكون صكوك الأسهم (شهادات الملكية) من فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم ومضاعفاتها. بحيث لاتتجاوز ألف سهم في الصك الواحد.

٣- أن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام مالم تكن الشركة قد نشرت حسابات حقيقية مرضية لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل (هذا بالنسبة للشركات المقفلة وشركات التوصية بالأسهم).

٤- أن يتم الإكتتاب بأسهم الشركة بالكامل.

٥- أن يدفع ٢٥% من قيمة السهم الاسمية على الأقل.

٦- أن تمضي مدة سنة على قفل باب الإكتتاب بالنسبة لشركات الإكتتاب العام وثلاثة شهور على ميزانية السنة الثالثة بالنسبة لأسهم الشركات التي لم تطرح في إكتتاب عام.

علماً أنه لايجوز تداول أسهم المؤسسين قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وذلك عن سنتين ماليتين كاملتين لاتقل كل منهما عن اثني عشر شهراً من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري، واستثناءً يجوز نقل الملكية بين المؤسسين أنفسهم أو منهم إلى أعضاء مجلس الإدارة ومن ورثتهم إلى الغير.

هذا ولايمنع من نقل ملكية شهادات الإكتتاب المؤقتة التي تعطى بدلاً من الأسهم قبل طبعها وقبل قيد الأسهم في جدول الأسعار، وذلك شرط أن تتم عملية نقل الملكية من خلال مكتب أحد السماسرة (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ١٩٨٥ - بورصة الأوراق المالية بالقاهرة ١٩٩١).

شروط قبول إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان:

حيث إن المشرّع الاردني اشترط لقبول إدراج الأوراق المالية مايلي:

١- أن يكون مدفوع ٥٠% من قيمة أسهم الشركة على الأقل.

٢- أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة.

٣- أن تنشر تقريراً سنوياً يظهر الحسابات الختامية للشركة، مدقق حسب الأصول بحيث يبين المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها، وعلى أن يُغطي هذا التقرير سنة كاملة بغض النظر عن تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل.

٤- تلتزم الشركة بنشر المعلومات المذكورة في البند السابق في صحيفتين يوميتين لمدة يومين متتالين.

٥- يعرض طلب الإدراج على لجنة إدارة السوق وللجنة حق رفض أو قبول طلب الإدراج وذلك وفقاً لما تراه مناسباً.

٦- يرفق بطلب الإدراج المقدم إلى لجنة الإدارة الوثائق والمستندات التالية:

أ- نسخة من عقد التأسيس والنظام الداخلي للشركة.

ب- قائمة أعضاء مجلس الإدارة.

ج- ثلاث نسخ من الميزانية السنوية وحساب الأرباح والخسائر للشركة مدقق حسب الأصول مع تقرير فاحصي الحسابات.

أما في السوق الموازية الاردنية فإن طلب الإدراج يجب أن يتضمن:

أ- نسخة من شهادة تسجيل الشركة وتاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل.

ب- تسديد رسوم الإدراج في السوق الموازية.

ج- قائمة بأسماء مساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها.

د- نموذج عن تواقيع المفوضين بالتوقيع عن الشركة.

ه- كشف إحصائي يتضمن عدد الأسهم التي تم الإكتتاب بها وعدد المكتتبين وأسلوب التخصص ونسبة ملكية المساهمين غير الأردنيين (سوق عمان المالي ١٩٨٧).

كما أن المادة ٢٧ من القانون الاردني تنص على أن يحق للجنة البورصة أن تقبل عضوية الشركات المساهمة العامة شريطة مراعاة الأمور التالية:

١- أن لايقل رأسمالها المدفوع عن ستين ألف دينار وأن تكون قد نشرت ميزانيتين سنويتين متتاليتين.

٢- أن لاتكون الشركة قد أظهرت خسارة خلال العامين السابقين لطلب الإدراج.

٣- أن لايملك أحد المساهمين مايزيد عن ١٠% من رأسمال الشركة فيما عدا الشركات التي تساهم بها الحكومة أو المؤسسات العامة بنسبة تزيد عن هذا الحد.

٤- أية شروط أخرى للعضوية تحددها اللجنة (النظام الداخلي لسوق عمان المال ١٩٩١).

وهكذا يرى الباحث أن هناك شروطاً شبه عامة بالنسبة لإدراج الأوراق المالية في البورصة، إلا أن هذه الشروط قد تختلف بشكل جوهري من بورصة لأخرى وذلك حسب عوامل عدة، منها، الوضع الاقتصادي للبلد، نوع البورصة هل هي بورصة نظامية أم سوق موازية، حتى البورصات في السوق الواحد قد تختلف شروط إدراج الأوراق المالية بها وذلك حسب أهمية وسمعة البورصة وتاريخها، فشروط الإدراج في بورصة نيويورك قد تختلف عنها في بورصة شيكاغو . إلا أن أغلب البورصات تركز على قبول الأوراق المالية للشركات ذات السمعة الجيدة والتي تشكل بعداً استراتيجياً وأهمية للاقتصاد الوطني.

وفي كافة البورصات العالمية تقريباً تقوم الشركات الراغبة في إدراج أوراقها المالية للتداول بتقديم طلب عن طريق السمسار الوسيط ويصطحب مع الطلب مايلي:

1- نسخة من عقد تأسيس الشركة ونظامها الداخلي.

2- نشرة إصدار الأوراق المالية إن كان قد عمل عنها اكتتاب عام.

3- حسابات السنوات السابقة.

4- نموذج من الأسهم أو السندات.

5- سائر الوثائق الرسمية الأخرى التي تساعد على الإلمام بحالة الشركة.

- يقدم الطلب للدراسة إلى البورصة لمدة زمنية 30 يوماً تقدم الملاحظات في أثنائها إلى لجنة البورصة.
- تقوم لجنة البورصة بدراسة الطلب والموافقة عليه أو رفضه وإن كان مستوفياً للشروط المطلوبة. وذلك لأن الشركة صاحبة الورقة المالية قد تكون حققت الشروط الشكلية، إلا أن لجنة البورصة قد ترى أن مثل هذه الشركة غير جديرة من حيث الموضوع بأن تُقبل أوراقها في البورصة. على أن للشركة حق الاستئناف أمام المحكمة في غرفة المشورة، إذا مارأت أن اللجنة كانت متعسفة معها. ويكون حكم المحكمة نهائياً بعد سماع أقوال رئيس اللجنة ومندوب الحكومة (آ. يس عبد السيد).

أما في سورية فلم يتعرض قانون التجارة السوري أو غيره من القوانين السورية إلى موضوع بورصة الأوراق المالية إلا في جانب واحد منها وهو النسبة المفروض أن تكون مسددة من قيمة الأسهم قبل تداولها في البورصة وقد حددها القانون بـ 40% على الأقل وفق المادة 1/144 تجاري (الجليلاتي 1992) لذلك يرى الباحث أن تتناول أسس وقواعد إدراج الأوراق المالية في البورصة بشكل عام الجوانب التالية:

١- الشروط الواجب توافرها في الشركات المطلوب إدراج أوراقها المالية في البورصة.
٢- المستندات المطلوبة لقيد الأوراق المالية في البورصة.
٣- إجراءات قيد الأوراق المالية في البورصة.

١- شروط إدراج الأوراق المالية في البورصة:

لابد من توافر عدد من الشروط في المنشأة صاحبة الورقة المالية المطلوب إدراجها في البورصة لأنه من غير المعقول إدراج أي ورقة مالية، ودون تحديد مواصفات محددة يجب توافرها في الأوراق المالية وفي الشركات المطلوب إدراجها في البورصة. يقترح الباحث ضرورة توافر الشروط التالية:

١- وضع حد أدنى لرأسمال الشركة المطلوب إدراج أوراقها المالية في البورصة وليكن /١٠٠/ مليون ليرة سورية مثلاً.
٢- تحديد فئات صكوك الأسهم بحيث يمكن أن تكون من فئات السهم الواحد أو الخمسة أسهم أو غيره ... الخ.
٣- أن يتم الاكتتاب بأسهم الشركة بالكامل.
٤- أن يدفع ٤٠% من قيمة السهم الأسمية على الأقل.
٥- تحديد المدة الزمنية الواجب توفرها بين قفل باب الإكتتاب وقبل تقديم طلب الإدراج ولتكن سنة مثلاً لشركات الإكتتاب العام، وثلاث أشهر على ميزانية السنة الثالثة بالنسبة لأسهم الشركات المقفلة وشركات التوصية بالأسهم التي لم تطرح في اكتتاب عام.
٦- أن تنشر الشركة تقريراً سنوياً يظهر الحسابات الختامية للشركة مدقق حسب الأصول بحيث يبين المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها. على أن يغطي هذا التقرير سنة كاملة بغض النظر عن تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل.
٧- أن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام، وتم الاكتتاب من قبل الجمهور، أي أن يملك الجمهور مانسبته ٥٥% على الأقل من رأسمال الشركة. أما بالنسبة للشركات المقفلة وشركات التوصية بالأسهم فيطلب مثلاً نشر حسابات حقيقية عن أوضاع الشركة لمدة ثلاث سنوات متتالية.
٨- عدم وجود مساهم في الشركة يملك نسبة في الجمعية العمومية للمساهمين تسمح له بالتأثير على قرارات الشركة حين تضارب مصلحته مع مصلحة الهيئة العامة للمساهمين وقد حددت هذه النسبة في البورصات الأوربية بـ ٣٠%.

٢- المستندات المطلوبة لقيد أسهم الشركات:

١- نسخة من عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي.

٢- صورة من نشرة الإكتتاب في حال طرح رأس المال على اكتتاب عام.

٣- صورة السجل التجاري وبيان محله وتاريخه ورقمه.

٤- تعهد من الشركة بأن تقوم بمايلي:

أ- أن تتخذ التدابير الكفيلة بأداء فوائدها وأرباحها في المدينة الكائنة بها البورصة.

ب- أن ترسل إلى لجنة البورصة في نهاية كل سنة مالية الوثائق الرسمية الخاصة بحالة الشركة كالميزانية وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة ومراقبي الحسابات ويتعين أن يتم إرسال هذه الوثائق قبل مدة معينة ولتكن خمسة عشر يوماً على الأقل قبل دعوة المساهمين لحضور الجمعية العمومية للشركة، ولايُعفي الشركة من هذا الإلتزام قيامها بنشر هذه الوثائق في الجرائد.

ج- أن ترسل إلى لجنة البورصة جميع الوثائق الخاصة بالتعديلات التي أدخلت على عقد التأسيس أو نظام الشركة.

د- أن تخطر لجنة البورصة بالقرارات التي تتخذها مجالس الإدارة بشأن تحديد قيمة الكوبون، وتاريخ الدفع وذلك فور التصديق عليها.

٥- ميزانية السنوات السابقة على طلب القيد وتقرير مجلس الإدارة ومراقبي الحسابات.

٦- كشف بتوزيع رأس المال على المؤسسين والمساهمين والعملة المكتتب فيها.

٧- قائمة بعدد الأسهم أو الشهادات المؤقتة وأرقامها وفئاتها وكذلك عدد الصكوك لكل من الأسهم المسددة بالليرات السورية أو العملات الأجنبية الأخرى.

٨- نماذج من توقيعات السادة أعضاء مجلس الإدارة اللذين يعينهم المجلس للتوقيع على الشهادات المؤقتة وصكوك الأسهم والتنازلات، كما تخطر البورصة في حال استبدال هذه التوقيعات في حينه.

٩- تفاصيل تتعلق بالجهة المصدرة والأشخاص المسؤولين عن بنود الإدراج، ومدققي الحسابات وغيرهم.

١٠- معلومات عن طبيعة الأعمال التجارية للشركة وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، والموقع، وحجم مؤسساتها الرئيسية ومتوسط عدد الأشخاص العاملين فيها.

إجراءات قيد الأوراق المالية في البورصة:

١- يقدم طلب قيد الأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي تصدرها أية شركة مساهمة إلى البورصة مصحوباً بالوثائق المنصوص عليها في لوائح البورصة.

٢- تعلق طلبات القبول في البورصة لمدة زمنية محددة ولتكن ثلاثين يوماً تقدم خلالها الملاحظات مكتوبة إلى لجنة البورصة.

٣- تفحص طلبات القبول في البورصة لجنة فرعية خاصة، وتعرضها على لجنة البورصة مشفوعةً برأيها. فإذا قررت لجنة البورصة قبول الورقة المالية، قامت بإدارجها في الجدول الرسمي أو الجدول المؤقت بحسب الأحوال، بعد أن تقوم الشركة صاحبة الشأن بأداء المبالغ المقررة باللائحة كرسوم الإشتراك وغيرها.

٤- أن تقوم لجنة البورصة بمطالبة الشركات التي لم تتقدم بطلب القيد في الميعاد المقرر المنصوص عليه في اللائحة العامة للبورصات، أن تقوم بتقديم طلبات لتسجيل أوراقها المالية في البورصة.

٥- يحق للجنة البورصة أن ترفض قيد أي ورقة مالية أو أن توقف الفصل في الطلب مؤقتا من غير ذكر الأسباب وللشركة صاحبة الشأن استئناف هذا القرار أمام لجنة استئنافية تشكل حسب اللائحة الداخلية العامة للبورصة.

٦- إخطار الشركة بخطاب مسجل بتاريخ موافقة لجنة البورصة على قبول طلب قيدها في البورصة مع مطالبتها بالرسوم المقررة عليها قانوناً.

المبحث الثالث

متطلبات الإفصاح المحاسبي حماية للمستثمرين

يعتبر الإفصاح المحاسبي روح أي سوق مالية وأساس نجاحه وزيادة نشاطه. فالإفصاح المحاسبي يحقق في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركات المتعاملة في السوق، والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات، والتدخل لإزالة الغش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين، مع تزويد المستثمر الحالي والمستقبلي ببيانات ومعلومات كافية وملائمة عن الشركات القائمة والحديثة، وبيان أسعار أوراقها المدرجة والتي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها، بالإضافة إلى ضرورة سلوك سياسية إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات مما يولد الثقة بين المتعاملين (الإمام ١٩٧٩، عبد الله ١٩٩٥). إن من حق المستثمرين والدائنين ان يتوقعوا أن القوائم المالية التي يستخدموها تحتوي على كافة المعلومات المالية والاقتصادية المفيدة والتي لها علاقة بفهم الوضع المالي للمنشأة. هذه المعلومات يجب أن تقدم من خلال القوائم المالية أو من خلال ملاحظات إلى جانب القوائم المالية، إلا أن هذه المعلومات يجب ألا تحتوي كل شيء. لأن ذلك مكلف جداً. بل يجب تحقيق نوع من التوازن بين تكلفة المعلومات المفصح عنها وأهميتها بالنسبة لمستخدميها. بشكل جوهري، يجب الإفصاح عن المعلومات التي يُتوقع أنها ستؤثر على قرار المستثمرين والمقرضين وتؤدي إلى إحداث تغيير في قراراتهم (Smith and associates).

ومما لاشك فيه أن مستوى الإفصاح المطلوب يعتمد بشكل كبير على مستوى التطور الاقتصادي والمالي والمحاسبي وسوق المال. فالدور التاريخي للمحاسبة (الذي يشكل الإفصاح الآن نصف نظريتها) كان مقتصراً على رعاية شؤون المالك وتنظيم وتدوين الحسابات اللازمة للحفاظ على ممتلكاته وحمايتها من التلاعب والسرقة. إلا أن هذا الدور ونتيجةً للتطورات الاقتصادية وخصوصاً في شكل وحجم الشركات، قد تطور من مجرد أداة للرقابة الداخلية على الأملاك إلى الاهتمام بتطوير المحاسبة أكاديمياً ومهنياً. فلم يعد دور المحاسبة مجرد مسك للدفاتر التجارية هدفه حماية مصالح الملاك، بل أصبح لها دور جديد كنظام للمعلومات غايته الأساسية توفير المعلومات المناسبة لصانع القرار. وقد برز هذا الدور بشكل خاص على أثر الثورة الصناعية التي تطلبت ضرورة البحث عن مصادر للتمويل، مما تطلب أخذ وجهة نظر الدائنين بعين الاعتبار، وضرورة

حماية مصالحهم. كما أن ظهور الشركات المساهمة أدى إلى انفصال الملكية عن الإدارة، مما شجع العديد من الموظفين على استغلال الضعف في القوانين والتشريعات وتحقيق بعض المكاسب المادية السريعة عن طريق التلاعب والغش في البيانات المالية المقدمة مما دفع معظم الدول إلى التدخل لوضع التشريعات اللازمة لتضمن تقديم حدٍ أدنى من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها للأطراف الخارجية وبصفة خاصة المساهمين والمقرضين (Skousen ١٩٨٣). وقد تجلت الأهمية الكبيرة للإفصاح على أثر الانهيار الكبير الذي حدث في أسواق المال في الولايات المتحدة عام ١٩٢٩ والذي أدى إلى كساد اقتصادي لسنوات بعده، والذي جاء نتيجة لسوء التداول في أسواق الأوراق المالية وخصوصاً المضاربات الشديدة الكثيرة والمتنوعة، والتي كان أساسها إما التلاعب بالأسعار مثل البيع على المكشوف أو البيع الوهمي، حيث أن سلسلة من البيوع الوهمية الناجحة لورقة مالية يخلق انطباعاً خاطئاً مما يؤدي إلى رفع أسعار الورقة المالية، وهذا مايحقق لهؤلاء المتورطين في أعمال كهذه أرباح خيالية قبل أن تنخفض الأسعار إلى وضعها الطبيعي. وشكل آخر من أشكال الخداع والتلاعب كان إصدار قوائم مالية غير صحيحة أو مضللة. ومن الأمور الهامة الأخرى المضللة هو إساءة استخدام معلومات المنشأة من قبل العاملين والمدراء فيها، مما ادى إلى عدم الاستقرار في أسواق الأوراق المالية. وهكذا تركز اتجاه المشرع نحو (Dopouch ١٩٨٨, Skousen ١٩٨٣):

١- إصدار قوانين تحد من الاحتيال والخداع، هذه القوانين التي تفرض عقوبات شديدة في حال ثبوت أن هناك احتيالاً أو خداعاً قد مورس في بيع الأوراق المالية.

٢- قوانين تنظيمية، والتي تمنع بيع الأوراق المالية حتى يتم ملء الطلب بإصدار هذه الأوراق المالية ويتم السماح ببيعها من قبل حكومة الولاية وكانت أولى وأهم القوانين والتشريعات التي صدرت في الولايات المتحدة هي قانون ١٩٣٣ المتعلق بإصدار الأوراق المالية والذي يتعلق بجانبين هامين:

١- ضرورة تزويد المستثمرين بالمعلومات المالية وغيرها من المعلومات التي تتعلق بالأوراق المالية المعروضة للبيع للعموم. والهدف الأساسي منه هو التأكد من أن المستثمرين قد حصلوا على إفصاح تام وشامل وعادل عن كافة المعلومات المتعلقة بالمنشأة صاحبة الورقة المالية. هذا الغرض يمكن تحقيقه من خلال متطلبات الإدراج التي على أي منشأة ترغب في إدراج أوراقها المالية في البورصة أن تحققها وذلك بملء استمارة تسجيل مع هيئة الأوراق المالية وتزويد المستثمرين المحتملين بمنشور يحتوي "أغلب" وليس كل المعلومات المعطاة لهيئة التداول.

٢- ضرورة منع التلاعب والخداع وغيرها من تصرفات الاحتيال في بيع الأوراق المالية بشكل عام وذلك من خلال فرض متطلبات إفصاح على الشركات المدرجة في البورصة والإلتزام بها والتي جاء القانون ١٩٣٤ تتويجاً لها.

إلا إن متطلبات صارمة كهذه لاتمنع المضاربة في الأوراق المالية داخل السوق، ولا تضمن عدم حدوث خسائر. إن متطلبات الإفصاح هذه، تسمح في الواقع للمستثمر أن يتفحص فرص الاستثمار المتوفرة بشكل متأن. إن قانون التداول لعام ١٩٣٣ أعطى الحق للمستثمر أن يستعيد، من خلال المحاكم الفيدرالية أو محاكم الولاية، أي خسائر حصلت كنتيجة لاستمارة تسجيل ومنشور مضللين أو غير صحيحين. القسم ١١ من قانون ١٩٣٣ يقول: " إن أي شخص له علاقة بقائمة أو بيان التسيجل، بما فيهم المحاسبين، هم مسؤولون عن صحة المعلومات الواردة" (Dopouch ١٩٨٨, Skousen ١٩٨٣).

بعد أن أصدر الكونغرس الأمريكي القانون ١٩٣٣ المتعلق بإصدار الأوراق المالية، انتقل إلى تنظيم عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية "Secoundary Market" من خلال السماسرة والبورصات وليضع حداً لعدد من الإساءات في تداول الأوراق المالية. وقد وجد الكونغرس أن هناك ضرورة لوجود هيئة تكون مهمتها بشكل خاص تطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بإصدار وتداول الأوراق المالية. وهكذا تم إصدار قانون تداول الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ الذي يشتمل على كافة السلطات التي يحتاجها لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية بنجاح في البورصات الوطنية. إن قانون ١٩٣٤ قد وسع متطلبات الإفصاح العادل لتشمل كافة المنشآت التي لها أوراق مالية مدرجة في البورصات الوطنية. وفي العام ١٩٦٤، عمل المشرع على تشميل متطلبات الإفصاح لتشمل الأوراق المالية للشركات التي يتم تداولها في السوق الموازية "Over-the Counter Market". متطلبات الإفصاح هذه تنطبق فقط على الشركات التي يبلغ إجمالي موجوداتها ١ مليون دولار وعدد حملة أسهمها يزيد عن ٥٠٠ حامل سهم (Gitman ١٩٨٤). وبموجب هذا القانون تم تأسيس هيئة تداول الأوراق المالية (SEC)، وقد أُعطيت هذه الهيئة مهمة ضمان تقديم إفصاح كامل وعادل، ومُنحت كافة السلطات اللازمة لتحقيق ذلك. في العام ١٩٧٥ وفي مقابلة مع السيد جون برتون "Johnc + Burton" رئيس المحاسبة في هيئة تداول الأوراق المالية آنذاك قال: (نحن نأمل أن " قوانين الإفصاح" سوف تعزز كفاءة سوق رأس المال ... والطريقة التي نأمل أن تتحقق من خلالها هي أولاً من خلال إعطاء المستثمرين ثقة أكبر من أنهم سيحصلون على كامل المعلومات وثانياً من خلال التشجيع على إيجاد وسائل تحليل أفضل وإلقاء

مسؤولية أكبر على جانب المحلل المهني حتى يعي مايجري حوله. نحن نعتقد أن بإعطائهم معلومات أفضل يمكننا أن نشجعهم في الاتجاه الذي يقدمون من خلاله عملاً أفضل يقود إلى سوق رأس مال كفء) (Zimmerman and associate ١٩٧٩). إن مايقصده برتون يعني أن الدور الأساسي لهيئة تداول الأوراق المالية هو التأكيد على تقديم معلومات يمكن استخدامها للوصول إلى قرار أفضل والتي تحقق سوق رأس مال كفء.

وهكذا، فإن أكثر المواضيع أهمية بالنسبة لهيئة تداول الأوراق المالية (SEC) كان:

١- الدور الذي تلعبه الهيئة في تطوير المبادئ المحاسبية.

٢- تأثير هيئة تداول الأوراق المالية واستمرارية هذا التأثير على مهنة المحاسبة وعالم الأعمال بشكل عام (Skousen ١٩٨٣).

وقد أدرك الكونغرس الأمريكي أنه حتى تتمكن هيئة تداول الأوراق المالية من إنجاز هدفها في تحقيق إفصاح شامل وعادل، لابد من أن يكون لها دور في توجيه ومراقبة المبادئ والإجراءات المحاسبية. خصوصاً وأن هذه المبادئ والإجراءات كانت متنوعة بشكل كبير بسبب الظروف الاقتصادية التي سادت في السنوات الأخيرة من العقد ١٩٢٠ وعلى أثر الانهيار الكبير في أسواق الأوراق المالية. لذلك حرص الكونغرس على إعطاء إفصاح مناسب عن المعلومات للمستثمرين وأعطى هيئة تداول الأوراق المالية السلطة لتضع وتوجه وتراقب المبادئ والإجراءات المحاسبية التي يجب أن تستخدم في القوائم المقدمة لهيئة التداول (SEC).

إن هيئة تداول الأوراق المالية في ممارستها لسلطتها، اعتمدت على المبادئ المحاسبية المقبولة والموضوعة من قبل مهني المحاسبة. وقد أعلنت الهيئة ذلك صراحة في البيان ASR NO. ١٥٠ لعام ١٩٧٣ أنها تعتبر أن المبادئ المحاسبية، المعايير، والإجراءات المعلنة من قبل هيئة معايير المحاسبة المالية FASB تستحوذ على الدعم من قبل هيئة تداول الأوراق المالية. وهكذا، اعتبرت الهيئة أن هيئة معايير المحاسبة المالية هي المؤسسة الأولى المسؤولة عن وضع المعايير المحاسبية في القطاع الخاص. وهكذا، واستناداً لسلطة الهيئة التشريعية، فقد أعلنت هيئة التداول عدداً من البيانات التي وضحت، وعدلت، وقننت، أو حتى أبطلت مبادئ محاسبية كانت قد وضعت من قبل آخرين (Dopouch ١٩٨٨).

وهكذا، كانت فلسفة هيئة تداول الأوراق المالية، منذ البداية، أن تسمح لمهنة المحاسبة أن تطور مبادئ محاسبية مقبولة عموماً. أما المبادئ والمعايير والإجراءات المطورة من قبل آخرين فإنها لاتستحوذ على الدعم السلطوي الجوهري

Substantial authoritative support من قبل هيئة التداول وبالتالي تعتبر غير صحيحة حتى لو اشتملت على الإفصاحات المطلوبة. فقد نص البيان رقم ٤ (ASR NO. ٤) لعام ١٩٣٨ "في الحالات التي تكون فيها القوائم المالية المملوءة مع الهيئة (SEC) مطابقة لقواعدها وأنظمتها وفق قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ ووفق قانون تداول الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ ومجهزة بالاستناد إلى المبادئ المحاسبية التي ليس لها دعم سلطوي جوهري، فإن قوائم مالية كهذه سوف يُفترض أنها قوائم مضللة أو غير صحيحة بالرغم من الإفصاحات التي تحتويها في شهادة المحاسب أو في الهوامش أو الملاحظات المرافقة للقوائم. في الحالات التي يكون فيها خلاف في الرأي بين الهيئة والمسجل فيما يتعلق بالمبادئ المحاسبية المناسبة الواجبة الاتباع، يُقبل الإفصاح عوضاً عن تصحيح القوائم المالية نفسها فقط عندما تكون النقاط ذات العلاقة والمتبعة من قبل المسجل "Registrant" تستحوذ على دعم سلطوي جوهري وأن موقف الهيئة لم يسبق أن أُعلن عنه بقرارات، أو أنظمة، أو غيرها من البيانات الرسمية للهيئة، بما فيها آراء منشورة لرئيس المحاسبة (Skousen ١٩٨٣).

إن لهيئة تداول الأوراق المالية مطلب مضاعف:

الأول: حتى تقبل القوائم المالية من قبل هيئة التداول يجب أن تكون مجهزة استناداً للمبادئ المحاسبية التي لها دعم سلطوي جوهري. إذا لم تستحوذ المبادئ المحاسبية المتبعة على دعم سلطوي جوهري، فإنها تعتبر بشكل بديهي غير صحيحة بالرغم من أي إفصاحات مرافقة.

الثاني: إذا لم توافق الهيئة مع المسجل، وأن المبادئ المحاسبية المستخدمة تستحوذ على دعم سلطوي جوهري، فإن هيئة التداول سوف تقبل الملاحظات والهوامش المرافقة للقوائم عوضاً عن تصحيح القوائم حسب رأس الهيئة (SEC)، شريطة أن الهيئة لم تكن قد وضحّت موقفها بشكل سابق بمواد منشورة (المصدرنفسه).

وهكذا، فإن هيئة تداول الأوراق المالية (SEC) قد أولت هيئة معايير المحاسبة المالية كل الدعم من أجل تطوير المبادئ المحاسبية، إلا أن هيئة معايير المحاسبة المالية لم تقم بالدور المطلوب في تطوير المبادئ المحاسبية. في هذا المجال يقول السيد سومر ج.ر (Sommer J.R) عضو لجنة البورصة (بصراحة لقد صدمت وأنا أقرأ جهد الأربعين عاماً الأخيرة لمهنة المحاسبة لوضع معايير محاسبية قابلة للحياة. إن هيئة معايير المحاسبة المالية هي الهيكل الثالث المكون لهذه الغاية . عندما يقرأ

المرء هذا التاريخ وينظر بعدها للمشاكل المتعلقة بكفاية التقرير المالي، يستنتج أن على هيئة التداول نفسها أن تقوم بهذه المهمة من خلال السلطة الدستورية الممنوحة لها لوضع مبادىء محاسبية كافية وقابلة للحياة (Skousen ١٩٨٣).

وهكذا، يبدو واضحاً مدى وأهمية دور هيئة تداول الأوراق المالية في تطوير المبادئ المحاسبية حتى أن البعض وصف هيئة التداول على أنها الإدارة العليا، ومهنة المحاسبة الإدارة الدنيا، فعندما لاترغب الإدارة العليا بالقرار المعمول، فيتم تغيير القرار. وقد عبر عن ذلك السيد جون برتون رئيس المحاسبة في هيئة تداول الأوراق المالية بقولة: "نحن في علاقة شراكة ... نحن لانريد أن نكون الشركاء المميزين بالرغم من أنه في بعض الأحيان تأخذ هذا الاتجاه، ذلك يعتمد على كيفية حركة مهنة المحاسبة" (Burton). وفي هذا المجال يقول السيد ليونارد سافوي Leonard M. Savoie "إن هيئة تداول الأوراق المالية تحتل دوراً قيادياً في تحديد أو تقرير المعايير المحاسبية، وأن هيئة المبادئ المحاسبية (APB) تعتبر الهيئة التابعة. إن هيئة معايير المحاسبة المالية FASB سيكون لها نفس العلاقة مع هيئة تداول الأوراق المالية ... ذلك يعني أن هيئة تداول الأوراق المالية ستكون الهيئة الرائدة وهيئة معايير المحاسبة المالية FASB ستكون الهيئة التابعة" (Savoie ١٩٧٣).

إن هذا الدور الريادي في تطوير المعايير المحاسبية وخصوصاً منها المتعلق بالإفصاح المحاسبي لم يقتصر على هيئة تداول الأوراق المالية في أمريكا. إن بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية والهيئة العامة للسوق أعلنت عن تعديل بعض قواعد استمرار قيد الأوراق المالية بالبورصة حيث وافق مجلس إدارة الهيئة بتاريخ ١٩٩٦/٣/١٨ بإلزام الشركات المقيدة لها أوراق مالية بالبورصة أن تزود البورصة بقوائم مالية ربع سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها مرفقاً بها تقرير فحص دوري محدود من مراقب الحسابات بتاريخ فحص تلك القوائم وبيان ما إذا كان هناك حاجة لإجراء أية تعديلات هامة أو مؤثرة عليها وعلى أن توافى كل من الهيئة والبورصة بها خلال شهر من تاريخ إعدادها وعلى جميع الشركات المقيدة بالبورصة تنفيذ ذلك مع مراعاة أن الشركة التي لاتلتزم بتنفيذ ذلك في موعده يشطب قيد أسهمها وغيرها من الأوراق المالية من البورصة (عبد الحميد ابراهيم، الاقتصادي، ١٩٩٦/٥/١٣). ويظهر الدور الهام لهيئة سوق المال في مصر إذا علمنا أن هذا التعديل مخالف للمادة السادسة من قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ وكذلك المادة ٥٨ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور، حيث نصت المادة السادسة من القانون على إلزام الشركات التي طرحت أوراقها المالية في اكتتاب عام أن تقدم على مسؤوليتها للهيئة العامة لسوق المال تقارير نصف سنوية "وليست ربع سنوية" عن نشاطها ونتائج أعمالها على أن تتضمن هذه التقارير الدورية

البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها. وهكذا يبدو أن لهيئة سوق المال دوراً أساسياً فيما يتعلق بالإفصاح المحاسبي وتقديم البيانات المحاسبية في المواعيد والصيغ التي تخدم مُتخذي القرار الاستثماري حتى وإن كان في ذلك مخالفةً صريحةً للنصوص القانونية. أما سوق الأوراق المالية الاردنية فقد حدد واجبات الشركات المساهمة الاردنية الأعضاء في السوق من حيث تقديم المعلومات والبيانات والإحصاءات التي يطلبها السوق كما أوجب على هذه الشركات أن تقوم بإعداد وتقديم نشرة إصدار عند طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام ويجب أن يتم إعداد هذه النشرة وفق متطلبات النموذج الخاص المقرر من قبل السوق وأن يتضمن النموذج كافة المعلومات والإيضاحات التي تعتبر هامة للمستثمرين والتي تمكنهم من اتخاذ قرار معلل للإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه في مجال الأوراق المالية المطروحة على أن لاتكون هذه المعلومات مضللة. وقد سعى سوق عمان المالي جاهداً إلى الطلب إلى الجهات المسؤولة إلى أعداد ميزانيات موحدة لكل قطاع على حدة (ميزانيات للتأمين، للبنوك، للخدمات، للصناع،) وطالب بأن يلتزم مدققوا الحسابات بنماذج موحدة للميزانيات. وقد تم ذلك في مجال شركات التأمين (عبد الله، مجلة المدقق ١٩٩٥).

وهكذا، فإن تطور المحاسبة والإفصاح المحاسبي يعتمد بشكل كبير جداً على تطور الوضع الاقتصادي وتطور أسواق الأوراق المالية. فكما ذكرنا سابقاً، كان لهيئة سوق المال الأمريكية وغيرها من الهيئات المالية في العالم هدف أساسي هو تقديم إفصاح عادل وشامل للمستثمرين الخارجيين من خلال الدور الذي تلعبه هذه الهيئات في وضع وتطوير المبادئ المحاسبية واستمرار تأثيرها هذا على مهنة المحاسبة للوصول إلى سوق أوراق مالية كفء. لذلك فإن بحثنا سوف يتركز على تحديد ماهية الإفصاح المحاسبي وأثره في تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية.

أهمية الإفصاح المحاسبي و دوره في تنشيط التبادل في سوق الأوراق المالية.

طبيعة الإفصاح وأهميته:

تختلف وجهات النظر حول مفهوم الإفصاح عن المعلومات الواجب توفرها في البيانات المالية المنشورة، وذلك نتيجة لإختلاف مصالح مستخدمي هذه المعلومات، حيث إن كل مستخدم ينظر إلى المعلومات التي تخدم مصالحه. ومن هنا يصبح من الصعب وضع مفهوم عام وموحد

للإفصاح، يحقق لكل طرف من الأطراف رغباته الكاملة. وهكذا، فإن تحديد الإفصاح المناسب لمجموعات معينة ينطلق من تحقيق توازن بين الإهتمامات المختلفة للمجموعات المختلفة المهتمة بالإفصاح. فالإفصاح المفيد لمجموعة ما قد يكون ضاراً لمجموعة أخرى وهذا مايحتم محاكمة ومقارنة الإفصاحات استناداً إلى معايير غير محدودة. وهذا مايحتم على المحاسبين أن يهتموا بالتوضع المناسب للمعلومات المحاسبية بين مجموعات متعددة من المعلومات (Bedford ١٩٧٣). ضمن هذا الإطار يمكن القول إن الإفصاح المحاسبي هو أداة مُحرضة يُستخدم لُيحفز بعض الناس على القيام بتصرفات معينة، خصوصاً صانعي القرار من مستثمرين ومقرضين (المرجع نفسه). وهكذا، يمكن القول إن الإفصاح المحاسبي هو إدارة المعلومات التي يمكن الإفصاح عنها او كشفها ونقلها إلى كل المدراء والعموم، وذلك بواسطة الطرق المحاسبية. إن المعلومات التي يمكن أن تتضمنها البيانات المحاسبية يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على مستخدميها أو يكون لها تأثير ايجابي، وذلك يعتمد على صحة المعلومات ومدى ملائمتها لتطلعاتهم الاستمارية. ورغم تشكيل الإفصاح لنصف النظرية المحاسبية، إلا أن أهميته لم تبرز بشكل جوهري إلا بعد أزمة الكساد الكبير في الولايات المتحدة عام ١٩٢٩ والتي حدثت بسبب قيام الكثير من الشركات المساهمة بالتلاعب بالأرقام المحاسبية المنشورة لقيم أصولها وممتلكاتها بغية اجتذاب رؤوس أموال المستثمرين مما أدى إلى امتصاص مدخرات المستثمرين وتوجيهها إلى مشاريع غير ناجحة بل وبعضها وهمية ومما زاد الأمر سوأً ضعف دور مدقق الحسابات الخارجي وعدم وجود معايير دقيقة للمراجعة آنذاك مما أدى إلى عدم تمكن المدققين من اكتشاف التلاعب وتنبيه المستثمرين من خلال تقاريرهم (Buckloy and associates). وهكذا تمكنت الشركات المتلاعبة من إظهار قوائمها المالية بصورة غير حقيقية، مما أدى إلى ارتفاع قيمة أسهم هذه الشركات بصورة جنونية إلى أن تم اكتشاف حقيقة هذه الشركات فهبطت قيم أسهمها هبوطاً مريعاً أدى إلى إفلاس أعداد كبيرة من المسثمرين مما ألحق أضراراً بالغة بالاقتصاد الأمريكي ووصلت نسبة البطالة إلى مستويات خيالية (Skousen ١٩٨٣). وكان من آثار هذه الأزمة إنشاء هيئة تداول الأوراق المالية SEC وإصدار القوانين ١٩٣٣ المتعلقة بإصدار الأسهم و ١٩٣٤ المتعلق بتداول الأوراق المالية. وكان هدف المشرّع الأساسي من ذلك التركيز على الإفصاح المحاسبي من خلال إلزام الشركات بتقديم معلومات مالية بصورة دورية من خلال تقارير وقوائم مالية تقدم لهيئة تداول الأوراق المالية. يقول السيد سكوسن "Skousen " إن هيئة تداول الأوراق المالية زادت بشكل جوهري تدخلها وسلطتها على تقارير الشركات. وكان الهدف من هذه الزيادة التنظيمية لهيئة تداول الأوراق المالية هو:

١- أن تفرض متطلبات الإفصاح عن المعلومات ذات الأهمية في التقارير السنوية وفي الوقت نفسه تعطي الإدارات حرية اختيار صيغة وشكل التقرير

٢- أن تزيد من انتشار تقارير هيئة تداول الوراق المالية K-١٠، K-١٢ (Skousen ١٩٨٣).

كما أن هذه القوانين قد دعمت دور المدقق الخارجي بحيث أصبح يلعب دوراً كبيراً في تحديد المعلومات التي تقوم الشركات بتزويدها للمساهمين، وفي نفس الوقت زادت المسؤولية القانونية الملقاة على عاتق هذا المدقق في حالة اكتشاف معلومات غير صحيحة قام بالمصادقة عليها سواء بالإهمال أو بالتواطؤ (خالد أمين عبد الله ١٩٩٤).

وهكذا، زاد الإعتماد على شهادة المحاسبين القانونيين، مدققي الحسابات، وأصبح الإفصاح أمراً مألوفاً، خصوصاً وأن المعهد الامريكي للمحاسبين القانونين اتخذ عدداً من الإجراءات لتحسين كفاءتهم من خلال دعم مبادئ الإفصاح (Bedford ١٩٧٣). حيث إن الدور الهام للمدقق هو التحقق من كفاءة الإفصاحات المقدمة وصحتها، إن التدقيق بحد ذاته يمكن أن يكشف أخطاء في الإفصاحات يجب تصحيحها. ونظراً لأهمية تقرير مدققي الحسابات بالتقليل من إمكانية التلاعب بالحسابات واستغلال الطرق المحاسبية لإظهار المشروع بمظهر غير حقيقي، فقد أصدر المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونين عام ١٩٥٤ عدداً من المعايير يجب أن يحتوي عليها تقرير مدقق الحسابات وهي (خالد أمين عبد الله ١٩٩٤، Bedford ١٩٧٣):

١- على التقرير أن يبين ما إذا كانت القوائم المالية قد أُعدت استناداً إلى المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً.

٢- على التقرير أن يوضح أن هذه المبادئ قد طبقت في الفترة الحالية المعمول عنها الحساب بنفس الطريقة التي أعدت في الفترة السابقة.

٣- المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية تُعبر بشكل صحيح عما تكنه هذه القوائم من معلومات ما لم يذكر في التقرير خلاف ذلك.

٤- يجب أن يتضمن التقرير رأي المدقق في القوائم المالية ككل، أو امتناعه عن إبداء رأيه، وفي هذه الحالة على المدقق أن يبين أسباب امتناعه عن إبداء رأيه. وفي جميع الحالات يجب أن يحتوي التقرير على درجة مسؤولية مدقق الحسابات تجاه تقريره (AICPA ١٩٥٤).

بشكل عام فإن وظيفة المدقق، يمكن أن تكون أكثر الطرق كفاءةً في وضع حدٍ للتحيز المقصود في الإفصاح المحاسبي (Bedford ١٩٧٣).

وهكذا، يبدو واضحاً أن المعيار الثالث من معايير إعداد التقرير المذكورة معني بكفاية المعلومات المقدمة في البيانات والقوائم المالية أو ما يسمى بالإفصاح. ويتطلب هذا المعيار من المدقق التحقق من أمانة المعلومات المقدمة في البيانات المالية ويفصح عن كل واقعة جوهرية قد يؤدي إغفالها إلى تضليل القارئ. ويدخل في نطاق هذه القاعدة شكل البيانات الحسابية وترتيبها والمصطلحات المستعملة فيها والملاحظات المرفقة بها والأسس التي بنيت عليها الحسابات المدرجة فيها والإلتزامات الطارئة وحقوق الغير في الموجودات وحصص الأرباح الممتازة المتأخر دفعها واي حصر على توزيع أنصبة الأرباح والمعلومات المناسبة المتعلقة بالإلتزامات طويلة الأجل وبحقوق المساهمين وما إلى ذلك. ويعتمد هذا المعيار على قرار المدقق نفسه النابع من تقديره الفني لتحديد المعلومات الهامة التي يقتضي الأمر الإفصاح عنها (أمين عبد الله ١٩٩٥). وتعني هذه القاعدة أيضاً بنطاق الفحص الذي يجريه المدقق المستقل فإذا لم يتبع قواعد التدقيق المتعارف عليها وجب عليه الإفصاح عن ذلك في فقرة النطاق في التقرير. فمن المتعارف عليه أن على المدقق أن يحصل على مصادقات المدينين على صحة أرصدهم ومعاينة البضائع في المخازن واختبار كشوف الجرد في كل عملية تدقيق، فإذا كان هناك سبب وجيه منع المدقق المستقل من القيام بهذه الإجراءات وأن هناك مايرادفها من طرق أخرى مرضية بصحة تقييم تلك الديون والبضائع وأن المدقق اقتنع بها، وجب عليه الإفصاح عن ذلك.

وقد صدر التقرير رقم ٣٢ لعام ١٩٨١ عن هيئة معايير المراجعة يؤكد على معايير الإفصاح هذا. كما جاءت المعايير الدولية للمحاسبة الصادرة عن اللجنة الدولية للمعايير المحاسبية لتؤكد على هذا المعيار وذلك في المعايير رقم ١، ٥، ٢٤، ٣٠:

المعيار الدولي رقم ١: المتعلق بالإفصاح عن السياسات المحاسبية المعتمدة في إعداد وعرض البيانات المالية أو المقصود بالبيانات المالية، الميزانيات العمومية، وبيانات الأرباح أو حسابات الربح والخسارة, وبيانات التغيير في الوضع المالي، والإيضاحات والبيانات والمواد المفسرة الأخرى التي تُعرّف بأنها جزء من البيانات المالية (سابا وشركاهم). ولما كانت البيانات المالية تُبنى على سياسات محاسبية تختلف من مؤسسة لأخرى في البلد الواحد أو في البلدان المختلفة. لذلك، يجب التصريح عن السياسات المحاسبية المتبعة في بناء البيانات المالية الضرورية حتى يمكن أن تفهم على وجه صحيح. والتصريح عن هذه البيانات يجب أن يكون جزءً من البيانات المالية.

وتشمل السياسات المحاسبية المبادئ والأسس، والإصطلاحات، والقواعد، والإجراءات التي تتبناها الإدارات في تحضير البيانات المالية وعرضها. وقد توجد عدة سياسات محاسبية مختلفة ومُستَعملة بالنسبة للموضوع الواحد كطريقة تقييم بضاعة آخر المدة مثلاً أو طريقة الإستهلاك المتبعة ... الخ. إن هناك ثلاثة مفاهيم يجب أن تتحكم في اختيار السياسات المحاسبية المناسبة وتطبيقها من قبل الإدارة (المجمع العربي للمحاسبين القانونين).

١– الحيطة والحذر: أحياناً تكون نتائج عدد من العمليات المحاسبية غير مؤكدة، لذلك يجب تبني الحذر عند إعداد البيانات المالية. إلا أن الحذر لايُبرر خلق احتياطات سرية أو مخبأة.
٢– الجوهر أهم من الشكل: يجب تسجيل العمليات والأمور الأخرى وبيانها وفقاً لجوهرها وحقيقتها المالية وليس فقط وفقاً لشكلها القانوني.
٣– المادية: يجب أن يُصرح في البيانات المالية عن جميع الأمور التي تكون مادية بما يكفي لأن تؤثر في تقييمات أو قرارات من يمكن أن يقرأها.

كما أن هناك افتراضات محاسبية تقوم على أساسها تحضير البيانات المالية. ولما كان التقيد بها مفهوم ضمناً لذلك ليس من الضرورة التصريح عنها، إلا أن التصريح يصبح ضرورياً إذا كان هناك مخالفة لها، وكذلك التصريح عن الأسباب الموجبة لعدم اتباعها وتعتبر لجنة المعايير الدولية للمحاسبة الأمور التالية فرضيات أساسية:

١– الاستمرارية: ينظر إلى المؤسسة عادة على أنها مستمرة في نشاطها في المستقبل المنظور، ويفترض بذلك عدم توفر النية أو الضرورة لتصفيتها أو لتقليص حجم عملياتها بصورة أساسية.
٢– التماثل: يفترض أن السياسات المحاسبية المتبعة مماثلة بعضها بعضاً من فترة محاسبية لأخرى. ويجب التصريح عن أي تغيير طرأ على المبادئ التي كانت مطبقة إذا حصل ذلك.
٣– الاستحقاق: تسجل الإيرادات والتكاليف عند اكتسابها أو استحقاقها (وليس على الأساس النقدي عند تسلم أو دفع المبالغ المقابلة لها). وتسجل في البيانات المالية في الفترات التي تخصها.

إن وجود عدد من السياسات المالية المختلفة التي يمكن تبنيها يؤدي إلى تعقيد فهم وتفسير البيانات المالية. ذلك أن السياسات المحاسبية المختلفة التي يمكن تبنيها حالياً تؤدي إلى بيانات مالية مختلفة جداً، حتى ولو بنيت على نفس الأحداث والأوضاع (سابا وشركاهم).

المعيار الدولي رقم ٥: المتعلق بالمعلومات الواجب الإفصاح عنها في البيانات المالية.

يجب الإفصاح عن كافة المعلومات المادية اولضرورية لجعل البيانات المالية واضحة، وقابلة للفهم. كما أنه يجب إظهار اسم المنشأة، وبلد تأسيسها، وتاريخ الميزانية، والفترة التي أعدت عنها الحسابات. كما يجب أن تظهر البيانات طبيعة أعمال المشروع ونشاطاته، الصفة القانونية للمشروع، كما يجب أن يتم توضيح أي من العملات النقدية التي تم استخدامها في إعداد الميزانية العمومية وذلك إذا لم يتم توضيحها. ويجب أن تظهر البيانات المالية الأرقام المقارنة للفترة المالية السابقة، وبيان شرح إضافي للأرصدة والبنود حسب مايلزم، وعدم إجراء دمج أو مقاصة فيما بين البنود.

يتناول هذا المعيار المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في البيانات المالية والتي تتألف من الميزانية العمومية، وحساب الأرباح والخسائر (أو قائمة الدخل)، والايضاحات حول البيانات المالية والبيانات المكملة الأخرى التي تعتبر جزءاً من البيانات المالية. ويحدد هذا البيان الحد الأدنى من الإفصاحات. وقد تعزز هذه الإفصاحات ما قد تشمله أصول محاسبية دولية أخرى من إفصاحات مفصلة تتناول مواضيع محاسبية معينة (سابا وشركاه، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ١٩٩٢).

الإفصاحات المتعلقة بالميزانية العمومية:

آ- إفصاحات عامة:

١- أية قيود موجوده على الأصول.

٢- الضمانات المعطاة مقابل المطلوبات.

٣- طرق احتساب مخصصات وتعويضات نهاية الخدمة.

٤- الالتزامات الطارئة وبيان قيمتها قدر الإمكان.

٥- الالتزامات المتعاقد عليها (قيمة الألتزامات المتعلقة بالمصاريف الرأسمالية).

ب- الموجودات طويلة الأجل:

١- الممتلكات والمنشآت والمعدات. يجب التصريح عن البنود التالية:

آ- الأراضي والمباني.

ب- المنشآت والمعدات (المصانع والآلات).

جـ- الأصناف الأخرى من الموجودات الثابتة، موصوفة بشكل وافٍ.

د- الإستهلاك المتراكم.

ويجب التصزيح منفصلاً عن عقود الإيجار(عقود الشراء التأجيري) وعن الموجودات التي يجري شراؤها بعقود شراء بالتقسيط.

٢- الموجودات الأخرى طويلة الأجل: يجب التصريح منفصلاً عن البنود التالية بما في ذلك، إذا انطبق عليها، طريقة ومدة الاستهلاك وأي إطفاء كلي غير عادي خلال الفترة:

آ- الاستثمارات طويلة الأجل: استثمارات في شركات تابعة، استثمارات في شركات زميلة، استثمارات أخرى، مع ذكر القيمة السوقية للاستثمارات المدرجة في أسواق مالية، إذا كان هنالك فرق بين قيمتها في الحسابات وقيمتها السوقية.

ب- ذمم مدينة طويلة الأجل: أرصدة مدينة أوراق قبض – أوراق تجارية. ذمم أعضاء مجلس الإدارة، ذمم منشآت تابعة (شركة أم وشركاتها التابعة، شركة تابعة مع الشركة الأم أو مع شركات تابعة أخرى في المجموعة).

ج- الشهرة.

د- العلامات التجارية والبراءات والموجودات الأخرى المشابهة.

هـ- المدفوعات المحمّلة أو المدورة أو المدفوعات المؤجلة. مثل مصاريف ماقبل التشغيل أو مصاريف التأسيس، مصاريف إعادة التشغيل، ضرائب مؤجلة.

جـ- الموجودات قصيرة الأجل:

يجب التصريح منفصلاً عن البنود التالية:

آ- النقد: ويتضمن النقد في الصندوق، والحسابات الجارية الأخرى في البنوك. أما النقد الذي لايكون متوفراً فوراً للاستعمال، كالأرصدة المجمدة في بنوك أجنبية بقيود على القطع الأجنبي فيجب التصريح عنها.

ب- الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية، غير الاستثمارات طويلة الأجل، يجب بيان سعر السوق لتلك الأوراق إذا كان مختلفاً عنها في البيانات المالية.

جـ- الذمم المدينة وتشمل على:

- الأرصدة المدينة أوراق القبض - أوراق تجارية.
- ذمم مدينة على أعضاء مجلس الإدارة.
- ذمم من وبين شركات تابعة.
- ذمم شركات زميلة.
- ذمم مدينة أخرى ومصاريف مدفوعة مسبقاً.

د- البضاعة.

المطلوبات طويلة الأجل:

يجب بيان كل من البنود التالية (دون الجزء المستحق خلال السنة):

آ- القروض المضمونة.

ب- القروض غير المضمونة.

جـ- القروض من شركات تابعة أو بينها.

د- القروض من شركات زميلة.

كما يجب بيان ملخص عن معدلات الفائدة، وشروط الدفع، والتعهدات، والتنازلات، وحقوق الاستبدال بأسهم، ومبلغ العلاوة أو الخصم غير المطفأة.

المطلوبات المتداولة:

يجب التصريح منفصلاً عن كل من البنود التالية:

آ- البنوك الدائنة (قروض البنوك والسحب على المكشوف من البنوك).

ب- الأجزاء المتداولة من المطلوبات طويلة الأجل.

جـ- الذمم الدائنة (ذمم دائنة وأوراق الدفع،أوراق تجارية، ذمم دائنة لأعضاء مجلس الإدارة، ذمم دائنة لشركات تابعة، ضرائب متوجبة، أرباح للتوزيع، مطلوبات أخرى ومصاريف مستحقة).

المطلوبات والمخصصات الأخرى:

يجب التصريح منفصلاً عن البنود المهمة التي تشكل المطلوبات الأخرى، والمخصصات، والاستحقاقات. ومن الأمثلة على ذلك، الضرائب المؤجلة، والإيراد المؤجل، و مخصصات التقاعد.

حقوق المساهمين:

يجب إظهار كل من البنود التالية منفصلة:

آ- رأس المال - كل نوع من أسهم رأس المال:

- عدد وقيمة الأسهم المرخص بها، رأس المال المصدّر، والمتداول بها.
- رأس المال غير المدفوع.
- القميةا لإسمية أو القانونية للسهم الواحد.
- حركة الأسهم خلال السنة أي التغييرات في حسابات رأس المال أثناء الفترة.
- الحقوق والإمتيازات والقيود بالنسبة لتوزيع عائدات الأسهم واسترداد رأس المال.
- عائدات الأسهم الممتازة المتأخرة والمتراكمة.
- الأسهم التي أعادت المؤسسة تملكها.
- الأسهم المحتفظ بها لإصدارها في المستقبل بموجب حقوق خيار شراء، أو عقود بيع، بما في ذلك الشروط والمبالغ.

ب- حقوق المساهمين الأخرى: مبينة الحركة خلال الفترة، وأية قيود على توزيعها:

- علاوة الإصدار الفائضة عن القيمة الإسمية.
- الفائض من إعادة التقييم.
- الاحتياطيات.
- الأرباح المدورة.

إفصاحات معينة في مجال الدخل (الأرباح والخسائر):

يجب أن يتم الإفصاح عن المعلومات التالية:

أ- الإيرادات الناتجة عن عمليات البيع أو أي عمليات أخرى.

ب- الإستهلاك.

جـ- إيرادات الفائدة.

د- إيردات الاستثمار.

هـ- مصاريف الفائدة.

و- الضرائب على الدخل.

ز- المصاريف غير العادية (القيود المدينة فوق العادة).

حـ- إيردات غير عادية (القيود الدائنة فوق العادة).

ط- قيود العمليات المهمة مع أو بين الشركات التابعة.

ي- الربح الصافي.

إن هذا البيان لايقترح شكلاً معيناً لعرض البيانات المالية. فالترتيب والتبويب المستعملان في البيان مبنيان على البنود المهمة التي تؤثر في البيانات المالية لمعظم المؤسسات الصناعية والتجارية الأخرى. وقد يكون مناسباً اعتماد تبويب وترتيب مختلفين لمؤسسات أخرى كشركات التأمين والتمويل (سابا وشركاهم).

المعيار الدولي (٢٤): المتعلق بالإفصاح عن المعاملات بين المنشأة التي تعد البيانات المالية والأطراف التي لها علاقة بها. والأطراف المرتبطة وذات العلاقة هي (المجمع العربي للمحاسبين ١٩٩٢):

آ) المنشآت المرتبطة بعلاقات مباشرة أو غير مباشرة. أو من خلال الوسطاء، والمسيطر عليها أو تقع تحت سيطرة عامة للمنشأة التي تعد التقارير المالية (بما في ذلك المنشآت القابضة، المنشآت التابعة، والمنشأت تابعة التابعة).

ب) المنشآت الزميلة، ويطلق عليها المنشآت المستثمر بها ولم يبلغ حد الاستثمار بها درجة التبعية.

ج) الملكية الفردية، المباشرة وغير المباشرة، وهي استثمار في أسهم لها حق التصويت في المنشأة التي تعد البيانات المالية وتمنح المستثمر تأثيراً مهماً كبيراً على المنشأة.

د) الأشخاص أصحاب المسؤولية الإدارية: هم الأشخاص اللذين يملكون السلطات والمسؤوليات عن التخطيط والإدارة أو السيطرة على نشاطات المنشأة صاحبة البيانات المالية.

هـ) المنشآت التي يكون فيها حق التصويت مملوكاً بشكل مباشر أو غير مباشر من قبل أشخاص جرى وصفهم في الفقرات (ج، د) أعلاه. حيث أن هؤلاء الأشخاص قادرون على ممارسة تأثير كبير ومهم، ويشمل هذا التأثير المنشآت التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة والأغلبية العظمى من مالكي الأسهم للمنشأة التي تعد البيانات المالية أو المنشآت

التي بها عضو مهم من الأشخاص ذوي النفوذ وله تأثير على المنشأة وعلى البيانات المالية، حيث يتمتع بنفوذ على كلا المنشأتين.

المعيار الدولي رقم (٣٠): المتعلق بالإفصاح في البيانات الخاصة بالبنوك والمؤسسات المالية المشابهة
أما متطلبات الإفصاح في البيانات المالية للشركات حسب معايير هيئة تداول الأوراق المالية (SEC) فهي حسب قانون التداول لعام ١٩٣٤ والبيان رقم ١١٠٧٩ لعام ١٩٧٤:

١- قوائم مالية مدققة للسنتين المتتاليتين الماضيتين.
٢- ملخص عن الإيرادات (التشغيل) للسنوات الخمس الماضية، وتحليل الإدارة بعد ذلك.
٣- ملخص وصفي عن الأعمال التي تقوم بها المنشأة.
٤- تقرير عن خطوط الإنتاج أو الأعمال للسنوات المالية الخمس الماضية.
٥- أسماء المدراء والمدراء التنفيذيين ووظائفهم الرئيسية، وصاحب عمل كل منهم.
٦- تحديد الأسواق الرئيسية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركة.
٧- مستويات أسعار السوق وتوزيعات الأرباح لكل ربع سنة مالية لأحدث سنتين ماليتين متتاليتين.

يرى السيد سكوسن (Skousen) أن متطلبات التقرير هذه سوف تخفض الفوارق بين التقارير السنوية المقدمة لحملة الأسهم والتقارير السنوية المقدمة لهيئة تداول الأوراق المالية (SEC) (Skousen ١٩٨٣).

إن الصيغ المرسلة إلى هيئة تداول الأوراق المالية معظمها تقارير إخبارية مرفقة مع قوائم مالية وبيانات. تقع مسؤولية إعداد التقارير على إدارة الشركة، وعلى المحاسبين القانونيين تدقيق القوائم المالية. كل صيغة من الصيغ المستخدمة للتقرير إلى هيئة التداول تحتوي على متطلبات متنوعة حسب تنوع المعطيات المالية. وأكثر الصيغ شيوعاً هي (المرجع نفسه):

١- الصيغة Form S -١ : تستخدم في أكثر استمارات التسجيل المطابقة للقانون ١٩٣٣.
٢- قوائم التفويض Proxy statments : تستخدم بشكل مشترك مع قوائم التفويض الانتخابي عند اجتماع الهيئة العامة لحملة الأسهم.
٣- الصيغة Form ٨ - K : تستخدم من قبل الشركات للإخبار عن أي أحداث هامة تؤثر على الشركة.

٤- الصيغة Form ١٠ - K : الصيغة الأساسية للتقارير السنوية وفق قانون ١٩٣٤.

٥- الصيغة Form ١٠ - R : تستخدم من قبل الشركات لتقديم تقارير عن أعمال الشركات الربعية وفق قانون ١٩٣٤.

٦- الصيغة Form ٨ - K : لاتتطلب غالباً معلومات مالية مصدقة، المعلومات المقدمة في أغلبها معلومات إخبارية تهدف إلى إبقاء حملة الأسهم وهيئة تداول الأوراق المالية بصورة الأحداث المعاصرة والتي لها تأثير على الشركة.

أما في الدول العربية فكان عدم توفر إفصاحات محاسبية كافية ومعلومات صحيحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق الموازية الكويتية (سوق المناخ) أن أدى إلى انهيار تلك السوق. حيث كانت أسعار الأسهم في كثير من الحالات تبلغ أضعافاً مضاعفة للقيمة الاسمية للسهم وذلك بسبب المضاربة الشديدة على أسعار الأسهم، كما أن المعلومات عن تلك الأسهم كانت غير دقيقة مما أدى إلى خداع المستمرين (Fida Darwiche).

وقد نبه الكثير من الكتاب إلى علاقة مهنة المحاسبة والتدقيق بأزمة سوق المناخ، وأهمية تطوير هذه المهنة لتجنب مثل هذه الأزمة مستقبلاً. إذ يرى البعض ضرورة الاتفاق على نظام محاسبي موحد عند إعداد البيانات المالية للشركات المساهمة وتدقيقها، وضرورة اتخاذ إجراءات بإلزام الشركات التي ترغب في إدراج أسهمها في البورصة بإصدار نشرة معلومات "Prospectus" مفصلة عن أوضاعها وإلزام الشركات عموماً بنشر تقارير نصف سنوية عن أعمالها وتأسيس صحيفة يومية مالية تتولى نشر البيانات المالية وتفسيرها لمصلحة المستثمر (مجلة الاقتصاد والأعمال ١٩٨١).

يقول السيد عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال في مصر إن الشركات التي لاتلتزم بالإفصاح تشطب من البورصة (الاقتصادي ١٩٩٧/١/٢٧). وهذا مؤشر واضح على أهمية الإفصاح في عالم الأعمال.

أما في أوربا فقد صدر عام ١٩٨٤ نشرة بخصوص "قبول الأوراق المالية للإدارج في السوق المالي" وهو ماسمي (بالكتاب الأصفر) وقد شملت التعليمات الجديدة ثلاثة أنواع من التعليمات في السوق الأوربية المشتركة والتي تعرف بتعليمات القبول، تعليمات إدراج مفردات المعلومات، وتعليمات التقارير المرحلية (الإطار التنظيمي للمحاسبة).

وقد وضع الحد الأدنى من المتطلبات القانونية في هذه التعليمات بخصوص قبول الأوراق المالية لإدراجها في السوق، ومحتوى نشر المعلومات الخاصة بالإدارج والالتزامات المستمرة لمصدري الأوراق المالية بتعليمات الإدراج. وقد أكدت النشرة على دور المدققين وأهميته بالنسبة للمستثمرين المتوقعين بحيث يظهر التقرير أن المعلومات المتعلقة بالعنصر المالي في بنود الإدراج والنشرات المرسلة إلى المساهمين تعتبر درجة الدقة فيها جوهرية. فعلى المدقق الخارجي (المحاسب القانوني) أن يقدم تقريراً حول المعلومات المنشورة ببيانات الشركة بخصوص كل سنة مالية كاملة من السنوات الخمس التي تسبق نشر بنود الأدراج أو التعميم مباشرة، أو بالنسبة لكل سنة من السنوات المالية منذ تاريخ تأسيس الشركة أو من تاريخ بدء الأعمال التجارية للشركة إذا كان ذلك قبل أقل من خمس سنوات. على المدقق الذي يحق أن يذكر اسمه في التقرير أن يقدم تقريراً عن المعلومات التالية (المرجع نفسه):

آ- معلومات تتعلق بالدخل.

١- صافي الإيرادات (المبيعات).

٢- تكلفة المبيعات (مع إظهار كل من المصروفات الإدارية ومصارف التوزيع بشكل منفصل كلما أمكن ذلك) وعن طريق الإفصاح.

٣- الاستثمار والدخول الأخرى.

٤- الفائدة المستحقة الدفع.

٥- البنود الاستثنائية.

٦- نصيب الأرباح والخسائر من الشركات التابعة.

٧- الربح أو الخسارة قبل الضريبة والبنود غير العادية

٨- الضريبة على الأرباح مع بيان الأسس التي حسبت بموجبها.

٩- حقوق الأقلية في رأس المال.

١٠- المبالغ التي حصل عليها حملة الأسهم الممتازة.

١١- الربح أو الخسارة المنسوبة إلى حملة الأسهم العادية قبل حساب البنود غير العادية.

١٢- البنود غير العادية مع بيان الضريبة المنسوبة لها.

١٣- الربح أو الخسارة المنسوبة إلى حملة الأسهم العادية.

ب- مبلغ الربح أو الخسارة بعد الضريبة لكل سهم وحصص أرباح السهم الواحد.

جـ- التحركات على الاحتياطيات التي لم تظهر في قوائم الأرباح والخسائر.

د- الميزانيات العمومية للشركة أو الميزانيات العمومية الموحدة في حالة مجموعة الشركات، أو أصول المنشأة وخصومها كلما كان ذلك مناسباً.

هـ- قوائم مصادر الأموال وأوجه استخدامها للشركة أو مجموعة الأعمال.

و- السياسات المحاسبية المتبعة في معالجة هذه البنود التي تعتبر جوهرية بالنسبة لتحديد الأرباح أو الخسائر، وصافي الأصول المعلن عنها.

على المدققين التعبير عن رأيهم حول ما إذا كانت البيانات لغرض الإدراج أو التعميم، قد أعطت صورة عادلة وصادقة بخصوص المركز المالي، ونتيجة الأعمال من ربح أو خسارة، وكذلك قائمة مصادر الاموال وأوجه استخدامها للفترات التي يغطيها التقرير المعلن عنها. وفي حال قيام المدققين بالتحفظ في تقريرهم، يجب عليهم الإشارة إلى جميع الأمور الجوهرية التي كان لديهم تحفظات عليها. وبيان أسباب التحفظ وأثرها الكمي إذا كان ذلك عملياً وذا علاقة بالموضوع (المرجع نفسه)..

وهكذا، يمكن القول أن الإفصاح، هو المستوى الذي تُظهر فيه القوائم المالية التي تصدرها المنشأة جميع الحقائق والمعلومات الأساسية التي تجعل هذه القوائم تعبر بعدالة ووضوح عن الوضع المالي الحقيقي للمنشأة وتساعد الفئات الخارجية في اتخاذ القرارات الرشيدة. وبالتالي يمكن وصف الإفصاح على أنه عادل **Fair disclosure** وهذا النوع من الإفصاح يرتبط بالنواحي الأخلاقية والأدبية بحيث يتم تزويد جميع مستخدمي القوائم المالية بنفس كمية ونوعية المعلومات في وقت واحد. ويمكن وصف الإفصاح على أنه إفصاح مناسب أو كافٍ **Adquate disclosure**. ويقصد به الحد الأدنى من الإفصاح الواجب توافره في القوائم المالية لاتكون مضللة عند اتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة المختلفة. ويوصف الإفصاح بالتام **Full disclosure** وهو تزويد جميع الفئات بالمعلومات التي تعتبر مفيدة لاتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة. إن مصطلح الإفصاح التام يعتبر المصطلح الأكثر شيوعاً بين المصطلحات المذكورة لأن المعلومات المعروضة تشمل كل شيء يريد مستخدم هذه البيانات المذكورة معرفته واستنتاجه، فإذا ما تم نشر معلومات كاملة وتفصيلية بشكل كثيف فإن ذلك يرهق مستخدم هذه البيانات في قراءتها وبالتالي في اتخاذ القرار المناسب والسليم (**PalePu ١٩٩٣**).

لذلك لابد من توفر حد أدنى من الإفصاحات في البيانات المالية المعدة للنشر لتزويد مستخدمي البيانات المالية بالمعلومات الهامة والمؤثرة والتي ترشدهم في اتخاذ القرارات الرشيدة. على

أي حال، فإن أي مسعى لتحديد ووصف أهداف الإفصاح المحاسبي يجب أن ينطلق من مناقشة الأمور التالية والإجابة عليها (Bedford ١٩٧٣ ، أمين عبد الله ١٩٩٥):

١- لمن يتم الإفصاح: أي من هم مستخدمي القوائم المالية؟

٢- ماهو الغرض من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها؟

٣- كمية ونوعية المعلومات المفصح عنها؟

٤- أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية؟

٥- متى يتم الإفصاح؟

١- لمن يتم الإفصاح:

من المعروف أن مستخدمي الإفصاحات المحاسبية هم أطراف خارج إدارة المنشأة مثل المستثمرين الحاليين والمستقبليين في المشروع، المقرضين، وعموم الناس، وإدارة السوق والوحدات الحكومية والعلماء وغيرهم من المحللين الماليين. هذا الكم المتنوع من المهتمين في الإفصاحات المحاسبية يحملون اهتمامات مختلفة تجاه الإفصاحات المحاسبية. فبينما يهتم بعض المستثمرين بالإستثمارات الأقل مجازفة، آخرون يهتمون بالإستثمارات عالية المخاطر، والبعض يهتم في السيولة السريعة وآخرون يهتمون بالأرباح الرأسمالية، البعض ليس لديه خبرة في مجال الاستثمار بينما آخرون يحملون ثقافات رفيعة في الاستثمار والتحليل المالي. المقرضون أيضاً، منهم من يهتم في الإقراض قصير الأجل بحيث تكون النقدية والسيولة بالنسبة لهم هي الأساس، وآخرون يهتمون بالإقراض طويل الأجل. من ذلك، نرى أن الإفصاحات المحاسبية توجه إلى فئات متنوعة من المهتمين المستخدمين لها (Bedford ١٩٧٣). وهكذا، فإن تحديد مستوى كفاية الإفصاح لايمكن أن يتم إلا بعد تحديد مستخدمي القوائم المالية، وفي هذا المجال يرى المجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين American institution of certified public accountants في تقريره رقم ٤ عن المبادئ المحاسبية، أن المحاسبة المالية تُظهر قوائم مالية ذات غرض عام مصممة لخدمة الاحتياجات المشتركة لملاك المشروع، والدائنين، والمديرين وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية. بشكل خاص احتياجات الملاك الحاليين والمحتملين وكذلك الدائنين (AICPA ١٩٧٠). أما هيئة معايير المحاسبة الأمريكية في إصدارها لعام ١٩٨٠ فترى أن أهداف القوائم المالية مشتقة من حاجات مستخدمي القوائم المالية الذين هم خارج المشروع اللذين ليس لديهم سلطة الحصول على المعلومات التي يريدونها من إدارة المشروع. وأكدت الهيئة على أن مايربط بين هؤلاء المستخدمين هو إهتمامهم بقدرة المشروع على توليد

تدفقات نقدية لصالحهم (FASB ١٩٨٠). يرى السيد هولثاوسن Holthausen أن المـــدراء يختارون الطرق المحاسبية التي تقدم للمشاركين في السوق معلومات أفضل عن التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية لشركتهم (Holthausen ١٩٩٠).

وهكذا، تم التأكيد على أهمية السيولة وقائمة التدفقات النقدية إلى جانب القوائـــم الماليـــة الأخرى.

ولذلك، فإن الحاجة لتحديد من هو مستخدم القوائم المالية تنبع من أن الأغـــراض الـــتي ستستخدم فيها هذه المعلومات ستكون مختلفة حسب الفئة التي ستقوم باستخدامها أو الاستفادة منها. وبالتالي فإن ملاءمة مجموعة من الإيضاحات المتوافرة في البيانات المالية ستتوقف في جـلنب كبير منها على مدى ماتمتلكه الجهة المستخدمة لهذه البيانات من مهارة وخبرة في تحليل وتفسـير وفهم هذه الإيضاحات. فالإيضاحات الملائمة لجهة ما يمكن ألا تكون كذلك لفئة أخرى، لـــذا، يجب إعداد التقارير المالية بعد أخذ هذا الجانب بعين الاعتبار، ألا وهو وجود مستويات مختلفـة من الكفاءة في تفسير المعلومات المحاسبية لدى الفئات المستخدمة لهذه التقارير. يقول الســـيد إيلي بارتوف "Eli Bartove" وزميله "عند وجود عدم تماثل في المعلومـــات، فـــإن قـــرارات الإفصاح المعموله من قبل المديرين يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم. لأن عدم تماثل المعلومـات بين المستثمرين ذوي الخبرة والمستثمرين الذين ليس لديهم خبرة تـــؤدي إلى زيـادة تكلفـة الصفقات ويخفض الطلب المتوقع على أسهم المنشأة في السوق (Eli Bartove ١٩٩٦).
وهذا ما يضع مُعدي هذه التقارير أمام خيارين رئيسيين:

١- إعداد تقرير مالي واحد ووفق نماذج عديدة، حسب تعدد احتياجات المستخدمين وهـــذا صعب التطبيق، ناهيك عن أنه مكلف جداً، ولا يحقق الجدوى الاقتصادية للمعلومات الـتي يجب ألا تزيد عن العائد المتوقع.
٢- إصدار تقرير مالي واحد متعدد الأغراض يلبي احتياجات كافة المستخدمين، وهذا أيضـــاً يصعب تطبيقه لأنه سيتطلب أن تكون التقارير المالية كبيرة الحجم، ومملة في التفصيل.

وإزاء ذلك فقد أصدرت هيئة معايير المحاسبة المالية (FASB ١٩٨٠) تقريرها بأن القوائـــم المالية موجهة للأفراد الذي لديهم القدرة على فهم معقـــول لمحيـط الأعمـــال والنشـــاطات الاقتصادية وكذلك لديهم الرغبة للدراسة المتعمقة بصورة معقولة للمعلومات المالية.
وفي هذا المجال يرى الدكتور خالد أمين عبد الله أنه يمكن تلخيص صفات عامة لمســـتخدمي القوائم المالية وفق مايلي:

١- القوائم المالية موجهة أساساً للمستخدمين خارج إدارة المشروع.
٢- لديهم قدرة أو سلطة أو موارد محدودة للحصول على المعلومات التي يرغبون الحصول عليها.
٣- من أهم هذه الفئات المستثمرون الحاليون او المستقبلون والدائنون للمشروع.
٤- يمكن أن يتسع مفهوم المستخدمين ليشمل المواطنين جميعاً في بعض الحالات لاسيما في تلك الأحوال التي يكون أداء الشركة مؤثراً على الاقتصاد القومي بشكل واضح.
٥- القوائم المالية معدة بافتراض أن مستخدميها على إلمام بالمفاهيم الأساسية للمحاسبة المالية والعلاقات التجارية والاقتصادية.
٦- إن القوائم المالية معدة لأولئك المستخدمين الذين يهمهم تقدير قدرة المشروع على توليد تدفقات نقدية لصالحهم (خالد أمين عبد الله ١٩٩٤).

٢- الغرض من الإفصاحات المحاسبية ؟

المفهوم العلمي للغرض من الإفصاحات المحاسبية هو أنها تساعد حملة الأسهم في اتخاذ قرار بشأن بيع أو شراء أوراق مالية وتحديد الزمن المناسب للقيام بذلك. سابقاً كان يُنظر للإفصاحات المحاسبية على أنها التقرير السنوي. وأولئك اللذين ليس لديهم خبرة عن التقارير السنوية كانوا يعتقدون أن الاستخدام الأساسي للإفصاح المحاسبي هو من أجل تقدير الضريبة فقط، وأن الإفصاحات المحاسبية تعكس مدى التطور والتقدم الذي حصل بالمنشأة خلال فترة زمنية معينة. فلم يكن هناك إدراك للعلاقة بين اتخاذ القرارات الاقتصادية والإفصاحات المحاسبية. إلا أن مفهوم الإفصاح المحاسبي قد تطور وأصبح يُنظر إليه على أنه تنسيق وتخطيط وتوجيه أعمال المنشأة بواسطة قوى خارجية، الإدارة، او أشخاص لهم علاقة بالمنشأة من العاملين إلى حملة الأسهم. لذلك ظهرت الحاجة إلى تحديد الأغراض التي تستخدم من أجلها القوائم المالية والتي أهمها منح الائتمان، المساعدة في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسهم الشركة، تقدير الضريبة، وتقدير مستوى أداء إدارة المشروع في جهودها الماضية (Pedford ١٩٧٣, Buzby ١٩٧٤). وبالتالي ظهرت الحاجة إلى ملاءمة الإفصاحات المحاسبية للأغراض التي تستخدم من أجلها، حيث إن الملاءمة هي المعيار النوعي الذي يحدد طبيعة أو نوع المعلومات المحاسبية، والغرض الرئيسي لاستخدام هذه المعلومات. يرى الأستاذ الدكتور حسين القاضي أن طبيعة الإفصاح قد اختلفت وتطورت بعد الثورة الصناعية مما يسمح بتقسيمها إلى:

١- الإفصاح في النظام الرأسمالي الحر: وفي ظل هذا النظام كان الشخص العادي هو المعني بالمعلومات المحاسبية وهو الذي يحدد مفهوم الإفصاح وعلى ذلك فالتشريعات التجارية المختلفة اشترطت على الشركات المساهمة ومحدودة المسؤولية نشر قوائمها المالية بما يخدم مصلحة المستثمر العادي وأهم القوائم التي كانت مطلوبة هي: قائمة المركز المالي (الميزانية) وقائمة الدخل وقائمة التوزيع.

٢- الإفصاح في النظام الرأسمالي الإحتكاري: في هذا النظام تم القضاء على المشاريع التنافسية الصغيرة وانتهى دور المنافسة الحرة ليحل محلها دور المنافسة الإحتكارية التي أدت إلى الإتفاق بين هذه المشاريع العملاقة إلى اقتسام الأسواق وتحديد الأسعار على مستوى عالمي. بحيث تمكن هذه الإتفاقات من فرض أسعارها على المستهلكين وجني أكبر فائض من الأرباح بحيث يصبح رقم الربح الوارد في قائمة الدخل يعبر عن عائد الاحتكار، وليس عن كفاية المشروع مما يجعل رقم الربح هذا غير كاف وحده لقياس تلك الكفاية، وهذا مايجعل مستخدمي المعلومات الاقتصادية يبحثون عن معلومات أخرى تمكنهم من قياس كفاية المشروع الاقتصادية. فالمركز المالي الذي تقدمه الميزانية لم يعد كافياً بل صارت الحاجة تدعو إلى عرض حركة عناصر هذا المركز المالي عن طريق قوائم التدفقات المالية والنقدية.

٣- الإفصاح في النظام الإشتراكي: حيث لم يعد الربح هو هدف المشروع لذلك لم يعد بالإمكان استخدام الربح كمؤشر لكفاية المشروع أو مستوياته الإدارية المختلفة في ظل سياسة التسعير المركزي والإدارة المركزية التي تنسب للنظام الإشتراكي. حيث أصبح معيار تحقيق الخطة من أهم المؤشرات في النظام الإشتراكي، وأن الإفصاح عن هذه المعايير يمكن الجهات المختلفة من معرفة مستوى أداء المشروع بمراكز تكلفته المختلفة (القاضي ١٩٩١). وهكذا، فإن معيار الملاءمة يعني أن تؤدي المعلومات الملائمة إلى اختلاف في القرار الذي يتخذه مستخدم المعلومات. وهذا ماأكدت عليه هيئة معايير المحاسبة المالية (FASB ١٩٨٠).

آخرون يرون أن الغرض من الإفصاح المحاسبي هو المساعدة على تحديد مدى مساهمة المنشأة في أداء مسؤوليتها الاجتماعية تجاه المجتمع الذي تؤدي فيه أعمالها وتحقق منه أرباحها (RAMANTHAN ١٩٧٦). باحثون آخرون يرون أن أغراض الإفصاح المحاسبي هو توجيه سلوك المنشأة وجهة معينةً مثل الإفصاح عن المدفوعات غير القانونية كالرشاوى، حيث تطلب هيئة تداول الأوراق المالية (SEC) الإفصاح عن هذه المعلومات مما يؤدي إلى توجيه سلوك

المنشأة نحو تجنب هذه الممارسة (Skousen ١٩٨٣, Cohen ١٩٨١). أما هيئة معايير المحاسبة المالية فترى أن الغرض من الإفصاحات المحاسبية هو مساعدة متخذ القرار على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية التي سيحصل عليها من المنشأة (FASB ١٩٧٨).

خلاصة القول: إن أهم الأغراض من القوائم المالية بوضعها الحالي هو المساعدة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار في أسهم الشركة، منح الائتمان وتقييم أداء إدارة المشروع عن الفترة الماضية.

٣- كمية ونوعية المعلومات:

بالإضافة لمبدأ الملاءمة الذي يحدد كمية ونوعية المعلومات المحاسبية التي تظهرها القوائم المالية فإن هناك مجموع من المبادئ والفرضيات التي تحكم النظام المحاسبي والإفصاح. ومن أهم هذه المبادئ، مبدأ التكلفة التاريخية، ومبدأ القابلية للقياس الكمي، ومبدأ الأهمية النسبية، ومبدأ القابلية للتحقيق (Pedford ١٩٧٣).

إن مبدأ التكلفة التاريخية من أقدم مبادئ القياس الكمي الذي تعتمد عليه المحاسبة. ومع بروز ظاهرة التضخم وتغييرات الأسعار الناتجة عن عوامل العرض والطلب زادت المناداة بضرورة عدم التمسك بمبدأ التكلفة التاريخية وإدخال مقاييس القيمة الحالية وبالتالي أصبحت المعلومات عن القيمة الحالية للأصول معلومات ذات أهمية لمتخذي القرار (أمين عبد الله ١٩٩٤). إلا أن مايؤخذ على مبدأ القيمة الحالية أن مايتوفر فيه من عنصري الموضوعية والمقارنة أقل بكثير مما يتوفر من هذين العنصرين في مبدأ التكلفة التاريخية بالرغم من أهمية توفر هذين العنصرين في أنظمة التقييم. وفي دراسة للدكتور هاني أبو جبارة عن لمن الأفضلية في التقارير المحاسبية لقيمة السوق الجارية أو الدفترية، تبين أن خاصتي "الموضوعية" و "المقارنة" هما من المزايا المرغوب فيها في نظم المعلومات بشكل عام، ونظام المعلومات المحاسبي بشكل خاص، وأن هاتين الخاصيتين متوفرتان في قيم البيع بالسوق الجارية أكثر من القيم الدفترية، لذلك يقترح الباحث الأخذ بنظام قيم البيع بالسوق الجاري أو أي نظام يتمتع بنفس المدى من الموضوعية والمقارنة، أو إدخال تحسينات على صفتي الموضوعية والمقارنة في نظام المحاسبة التقليدي المطبق حالياً. ويرى الدكتور جبارة أن السبب الهام وراء افتقار القيمة الدفترية للموضوعية هو التباين بين مختلف المنشآت في تقديراتها للعمر الإنتاجي وفي الأصول القابلة للاستهلاك وليس للتباين في طرق الاستهلاك المستعملة (د. أبو جبارة، مجلة دراسات ١٩٨٤).

أما مايتعلق بمبدأ القياس الكمي فلم يعد لهذا المبدأ أهميته التاريخية لأنه هناك العديد من المعلومات التي لاتخضع للقياس الكمي، لكنها تهم مستخدمي القوائم المالية. ومن هذه المعلومات تلك المتعلقة بشرح السياسات المحاسبية المتبعة وأي تغيير فيها، وقد يتطلب ذلك العدد من المنظمات المهنية في مختلف دول العالم ضرورة الإفصاح عن هذه المعلومات وغيرها من المعلومات الغير خاضعة للقياس الكمي، فهيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية FASB في تقريرها رقم ٢ لعام ١٩٨٢ عن الصفات المتعلقة بالمعلومات المحاسبية كانت قد تخلت عن هذا المبدأ في القياس الكمي. أم مبدأ الأهمية النسبية فيقوم على دمج بعض بنود هذه القوائم وفق معيار الحجم النسبي مما يؤدي في بعض الأحيان إلى دمج بنود تكون مهمة من وجهة نظر بعض مستخدمي البيانات المالية بالرغم من انخفاض حجمها النسبي. الكثير من الدراسات كشفت عن وجود علاقة طردية بين حجم الشركات ونسبة الإفصاح. ففي دراسة للدكتور فوزي غرايبة ود. راندا النبر تبين أن العلاقة بين نسبة الإفصاح في الشركة وكل من حجم اصولها وعدد مساهميها هي علاقة طردية. فالشركات الكبيرة تتمتع بقدرة أكبر على تحمل تكاليف التوسع في تزويد المستثمرين بالبيانات والإيضاحات. ويبدو أن كثرة عدد المساهمين في الشركة يدعوها إلى التوسع في عرض الإيضاحات لتلبية حاجاتهم المتنوعة والمتزايدة. ولم تبين الدراسة أي علاقة مهمة بين نسبة الإفصاح والعائد على حقوق المساهمين. خلافاً لما كان متوقعاً (د. غرايبة وزميلته ١٩٨٧). إلا أن كثرة المعايير المحاسبية والإفصاح المحاسبي وإغراق البيانات المالية في هذه المعايير أصبح يشكل عقبة أمام المدراء. لأن هذه المعايير تفرض متطلبات جديدة للتقرير لكنها لاتساعدهم على الإتصال والحوار بكفاءة مع المستثمرين الخارجيين. على سبيل المثال، القواعد المحاسبية الحديثة لاتسمح للمديرين أن يُظهروا فوائد الاستثمارات في تطوير النوعية، برامج تطوير الموارد البشرية، برامج البحوث والتطوير ... الخ. (Palepu and associates ١٩٩٣).

وبشكل عام فإن كمية المعلومات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها في الوقت الحاضر تشتمل على المعلومات التالية (أمين عبد الله ١٩٩٤، Skousen ١٩٨٣):

١- عناصر قائمة المركز المالي.

٢- عناصر قائمة الدخل.

٣- عناصر قائمة التدفقات النقدية أو مصادر واستخدامات الأموال.

٤- عناصر حساب توزيع الأرباح.

٥- معلومات وصفية أخرى تجعل من القوائم المالية غير مضللة كالتغيير في السياسات المحاسبية والأحداث اللاحقة لتاريخ القوائم المالية وفي معظم بلدان العالم تحتوي العناصر سالفة الذكر على المعلومات التالية:

١- معلومات مالية منفصلة لفروع وأجزاء المنشأة نظراً لأهميتها بالنسبة للمستثمر في مجال تقييم الوضع المالي للمنشأة وتحديد القيمة الحقيقية للسهم وتحديد مستوى المخاطرة بالنسبة للسوق. في العام ١٩٧٦ أصدرت هيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية البيان رقم ١٤ المتعلق بالإفصاح حسب الفروع والأقسام. وفي السنة التالية تبنت هيئة تداول الأوراق المالية بسلسلتها رقم المتطلبات الموضوعة من قبل هيئة معايير المحاسبة رقم ١٤. إلا أن هيئة التداول طلبت أن تبين المعلومات المالية الوضع المالي للمنشأة لمدة خمس سنوات متتالية عوضاً عن سنتين كما جاء في البيان رقم ١٤ لهيئة معايير المحاسبة (Skousen ١٩٨٣).

٢- معلومات عن القيم الحالية للأصول لاسيما إذا كان هناك اختلاف كبير بين القيمة الحالية والكلفة التاريخية. وقد بينت الدراسات أهمية ذلك بالنسبة للمستثمرين في قراراتهم المتعلقة بشراء وبيع الأسهم. ونظراً لأهمية ذلك في تبيان أثر التضخم النقدي وغيره من العوامل التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار فقد شجعت هيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية في العام ١٩٨٧ الشركات على الإفصاح عن تأثير تغييرات الأسعار على معطيات أو بيانات المنشأة المالية.

٣- شرح واضح ووافٍ للسياسات المحاسبية التي تتبعها المنشأة والتي تؤثر على الأرقام الواردة بالقوائم المالية.

٤- معلومات عن الأحداث اللاحقة لتاريخ البيانات المالية والتي يكون لها أثر واضح على دقة الحسابات الختامية. وقد أكدت الأصول الدولية على ذلك في الأصل المحاسبي الدولي العاشر (المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ١٩٩٢).

٥- معلومات عن الأصول الثابتة المستأجرة بعقود طويلة المدى.

٦- معلومات عن أنظمة التقاعد والمخصصات التقاعدية وكيفية تكوينها والصرف منها.

٧- قوائم مالية مقارنة للعام الماضي.

٨- معلومات عن أي تغيرات في السياسات المالية المتبعة في العام الماضي.

٩- معلومات عن المخصصات والإحتياطيات ومجمعات الاستهلاك.

١٠- الالتزامات طويلة المدى وكذلك الالتزامات المحتملة.

بالمختصر المفيد، فإن المعلومات الواجب الإفصاح عنها هي المعلومات التي تحددها وتتطلبها القواعد المحاسبية المتعارف عليها كحد أدنى والمعلومات المكملة والتي تجعل من القوائم المالية غير مضللة وتساعد مستخدمي القوائم المالية في اتخاذ قراراهم الرشيدة. هذا لايعني أن معدي القوائم المالية لايمكنهم تقديم إفصاحات أكثر من الحد الأدنى المطلوب من قبل القواعد الدولية، إلا أن عليهم مراعاة عدم الإغراق والتوسع المفرط والمفصل الذي قد يؤدي إلى نتائج عكسية تربك مستخدمي القوائم المالية. السيد هاوارد روز "Howard Ross" يقول: إن الإفصاح المتوافر حالياً لمستخدمي القوائم المالية هو مفرط من حيث الكم، ويتجاوز احتياجاهم. والهدف المرغوب فيه فقط التركيز على الجانب الآخر من الإفصاح (النوع) وذلك للسعي نحو تحسين نوع المعلومات المفصح عنها (Ross ١٩٧٨).

وهذا يعني التركيز على النوعية على حساب الكم في الإفصاح المحاسبي. فالإيضاحات الزائدة قد تؤدي إلى (غرايبة ١٩٨٧):

١- التأثير على مصالح الشركة التنافسية بشكل سلبي.

٢- إلى نواقص وعيوب في نظام الرقابة الداخلية في الشركة مع فقدان الثقة فيها مما يلحق الضرر بالمساهمين.

٣- قد يؤدي عرض التفاصيل غير الضرورية إلى التشويش والإرباك.

٤- أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:

إن الإفصاح المناسب يتطلب عرض المعلومات المحاسبية في القوائم المالية بطرق يسهل فهمها، كما يتطلب ترتيب وتنظيم المعلومات بصورة تركز فيها على الأمور الجوهرية بحيث يمكن لمستخدمها أن يقرأها بيسر وسهولة. وعلى العموم فقد جرى العرف على أن يتم الإفصاح عن المعلومات ذات الآثار المهمة على قرارات المستخدم في صلب القوائم المالية، في حين يتم الإفصاح عن المعلومات الأخرى، خصوصاً التفاصيل، إما في الملاحظات أو في الإيضاحات المرفقة بتلك القوائم، أو في جدوال مكملة، أو في كشوف تلحق بها. كما يتطلب الامر أحياناً الإفصاح عن المعلومات الواحدة نفسها في أماكن متعددة في البيانات المالية إذا كانت مهمة (د. خال أمين عبد الله ١٩٩٥).

١- الإفصاح في صلب القوائم المالية:

وهذه أهم معلومات يجب أن تظهرها القوائم المالية، حيث يتم إظهار المعلومات الهامة ذات الصيغة الرقمية في أحد القوائم المالية الآتية: قائمة المركز المالي، وتظهر أصول وخصوم المشروع وكذلك حقوق أصحاب المشروع، قائمة الدخل وتحتوي على عناصر الإيرادات المختلفة وكذلك التكاليف والمصروفات، وقائمة مصادر واستخدامات الأموال أو قائمة التدفقات النقدية.

٢- استخدام المصطلحات والمسميات الصحيحة، وعدم الدمج أو الحذف المخل: ومثال شائع على الحذف المخل هو: إظهار الأصول الثابتة بصافي القيمة بعد طرح مجمعات الاستهلاك وعدم إظهار الأخيرة.

٣- استخدام الإيضاحات أمام بنود القوائم المالية:

في كثير من الأحيان قد يكون من الضروري ربط بند في أحد القوائم المالية. ببند آخر في نفس القائمة أو قائمة أخرى. أو إجراء شرح مختصر لقيد معين أو إحالة القارئ لشرح مطول عن قيد في الهوامش ويمكن أن يتم هذا عن طريق إيضاح بين قوسين.

٤- الملاحظات والهوامش:

يعتبر استعمال الملاحظات والهوامش تطوراً ملموساً في اتجاه الإفصاح الكافي لما يوفره من معلومات تعجز عن توفيرها القوائم المالية، حتى أن السيد هندركسون "Hendriksen" أطلق على هذه الحقبة بحقبة الهوامش. ومن ناحية أخرى قد تمثل هذه الملاحظات والهوامش عنصر خطورة حيث قد تستعمل كمبرر لعدم الإفصاح الكافي في صلب القوائم المالية. لذلك لابد من مراعاة الحذر أثناء إعداد ملاحظات الهوامش حتى تؤدي إلى فهم أعمق للقوائم المالية وتوفير المعلومات اللازمة لمتخذي القرار من مستخدمي القوائم المالية.

وبشكل عام تظهر ملاحظات الهوامش المعلومات التالية (أبو زيد ١٩٨٣):

آ- المعلومات المحاسبية الضرورية للتفسير السليم للقوائم المالية.

ب- المعلومات المالية التي لا تشملها القوائم المالية.

جـ- المعلومات الخارجية التي تكون أساسية لمحاولات المطلع على القوائم لاستخدامها.

وتشمل هذه على شرح للسياسات المحاسبية وكذلك على أي تغيير في هذه السياسات عن العام الماضي وشرح لأية رهون لبعض الأصول الثابتة، والالتزامات

المحتملة، وأية قيود على توزيع الأرباح، وحقوق أصحاب المشروع التي لايمكن الإفصاح عنها في صلب القوائم، والعقود طويلة الأجل وشرح للأحداث اللاحقة لتاريخ القوائم.

٥- الجداول والملاحق الإضافية

تظهر بنود القوائم المالية بصورة مجملة في معظم الأحيان وقد يكون من الضروري تفصيل بعض هذه البنود ويمكن أن يتم ذلك عن طريق جداول او ملاحق إضافية.

٦- تقرير مدقق الحسابات والتحفظات التي قد يحتوي عليها.

لايعتبر تقرير مدقق الحسابات وسيلة رئيسية للإفصاح عن المعلومات المالية ولكن يمكن أن يستعمل لتأكيد الإفصاح عن معلومات معينة كالتغيير في السياسات المحاسبية أو الإفصاح عن معلومات لم يتم الإفصاح عنها.

٧- الخانات المقارنة للقوائم المالية عن السنوات الماضية

تساعد مستخدم القوائم المالية في تحليل اتجاهات الأعمال المنشأة.

٨- وسائل أخرى مكملة كخطاب رئيس مجلس الإدارة.

٩- الرسوم البيانية والإحصائية، ومناقشة وضع الاقتصاد القومي بشكل عام والصناعة المنافسة التي يتعرض لها.

٥- متى يتم الإفصاح عن المعلومات:

تلزم التشريعات المالية عادة الشركات المساهمة العامة إصدار قوائمها المالية السنوية المدققة خلال فترة معينة من تاريخ انتهاء السنة المالية. وقد جرى العرف المحاسبي على أن يتم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في نهاية السنة المالية للشركة، وترك لكل شركة أن تختار سنتها المالية حسب ظروفها واحتياجاتها وإن كانت معظم الشركات تفضل نهاية السنة الطبيعية سواء الميلادية أو الهجرية (عبد الله ١٩٩٤).

ويجب أن يتم الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالسنة المالية بعد انتهاء السنة المالية مباشرة دون تأخير غير مبرر آخذين في الاعتبار أن إقفال الحسابات وإعداد الحسابات الختامية بصورة دقيقة يستغرق بعض الوقت. قانون الشركات الأردني رقم المادة ١١٥ من العام ١٩٦٤ نصت على مايلي (غرايبة وزميلة ١٩٨٨):

"على مجلس الإدارة أن يعد خلال ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية ميزانية الشركة وبياناً يتضمن الأرباح والخسائر بعد تدقيقها من قبل مدققي حسابات قانونيين، مع بيان آخر يتضمن شرحاً وافياً لأهم بنود الإيرادات والمصروفات".

إن إصدار التقارير المالية السنوية في وقتها المناسب ضرورة تؤكد عليها مهنة المحاسبة والتشريعات المالية. حيث أن جمعية المحاسبين الأمريكية أعلنت أن توقيت التقارير هو عنصر حيوي من عناصر الإفصاح المناسب (American Accounting (A.A.A. ١٩٧٥ Association. وفي دراسة للدكتور غرايبة وأزهري تبين لهما أن تدقيق حسابات الشركة تحتاج في المتوسط ٥٥ يوماً وتستغرق فترة إصدار التقرير بين ١١١ و ١٠٢ يوماً من تاريخ انتهاء السنة المالية بالنسبة للشركات المساهمة الأردنية (غرايبة ١٩٨٨). وقد وجدت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين العائد على السهم من الربح وفترة إصدار التقرير، إذ تميل الشركة الاردنية التي تحقق ارباحاً عالية إلى الإسراع في إصدار تقريرها المالي. كما أن الدراسات التي أجريت في كلٍ من استراليا ونيوزيلاندة والولايات المتحدة الأمريكية تشير إلى أن هناك علاقة عكسية بين حجم المنشأة (مقاساً بمجموع أصولها) وفترة إصدار التقرير المالي السنوي. وبعبارة أخرى يبدو أن الشركات الكبيرة تميل إلى إصدار تقاريرها خلال فترة أقصر من فترة الشركات الصغيرة. وذلك لأن الشركات الكبيرة لديها الموارد الكافية التي تمكنها من "شراء" وقت إصدار أقل، أو تستخدم هذه الشركات مؤسسات تدقيق ضخمة تتمتع بإمكانات كبيرة تمكنها من انجاز مهام التدقيق بسرعة أو أنها تخضع لضغوط أكبر من مساهميها الكثر لإصدار التقرير بسرعة (المرجع نفسه).

المبحث الرابع

اثر المعلومات المحاسبية على
كفاءة سوق الاوراق المالية

لاشك أن للمعلومات وخصوصاً المحاسبية علاقة بتقييم أسعار الأسهم. المحللون الماليون يركزون جلّ اهتمامهم على معلومات كهذه، يحللونها بهدوء، ويضعون تنبؤاتهم عن المعلومات المحاسبية المقبلة (الإيرادات) في تسويغ اقتراحهم بشأن بيع وشراء الأسهم. أولى الدراسات العملية عن العلاقة بين أسعار الأسهم والمعلومات المحاسبية كانت من قبل بول و براون (Ball and Brown ١٩٦٨)، تلك الدراسة التي تعرف اليوم بفرضيات السوق الكفء. وقد توصلت تلك الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية وخصوصاً الإيرادات المحاسبية تشكل جزءً من المعلومات المستخدمة في تشكيل الأسعار (Brennan ١٩٩١). وقد تركزت البحوث التالية لتلك الدراسة في اتجاهين اثنين:

الأول: تركز حول البحث عن تأثيرات المعلومات، بشكل أساسي المعلومات المحاسبية الجديدة، على أسعار السوق، على معدل التبادل، على تنبؤات المحللين، وغيرها من ظواهر سوق رأس المال، فهي تركز على العلاقة بين المعلومات المحاسبية الجديدة والتغييرات قصيرة الأجل في أسعار الأسهم. وهذا مايسمى بردورد فعل السوق. ومن أهم الدراسات التي قدمت في هذا المجال دراسة قدمت من قبل (Swaminthan ١٩٩١) عن أثر قوانين هيئة التداول بتجزئة المعطيات المحاسبية إلى فروع وأقسام على اختلاف السعر والاختلاف في الآراء. وفي دراسة أخرى لكل من (Ball and Kothari ١٩٩١) تتعلق بالمخاطرة، والإيرادات الغير اعتيادية خلال فترة الإعلان عن الإيرادات الربعية للأسهم. تبين أن توصيل بعض المعلومات عن نشاطات الشركة وأرباحها قد يؤدي إلى إزالة الشك والريبة حول التدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المشكلة أنه يترافق مع هذه الأخبار ردود فعل تتعلق بأسعار الأسهم مما يؤدي إلى زيادة التباين والتباين المشترك لعوائد الأسهم خلال فترة الإعلان. ولذلك، تم الافتراض أن تباينات العائد والبيتا (المخاطرة) ، ومن ذلك، العوائد المتوقعة تزداد خلال فترات الإعلان عن إيرادات الأسهم (Kothari ١٩٩١).

ثانيا: بحوث ربطت أسعار الأسهم بالمعلومات المحاسبية المتوفرة حديثا، تستخدم المعطيات المحاسبية تاريخيا لتوضيح ارتباط أسعار أسهم الشركات المختلفة، أو لتقييم تكلفة رأسمال الشركات في صناعة معينة من خلال قياس معامل انحدار العينات المنتظمة لأسعار الأسهم عند قياس النمو والأرباح. ومن أوائل الدراسات التي بحثت مضمون التقارير المالية المنشورة من المعلومات كانت دراسة وليام بيفر (Beaver ١٩٦٨) التي وجدت أن الإنحراف في العوائد الفائضة كان حوالي ٦٧% فوق المستوى الطبيعي في الأسبوع الذي تعلن فيه الإيرادات وحوالي ١٠% فوق المستوى الطبيعي في الأسابيع السابقة والتالية لنشر المعلومات. هذه الدراسة تتفق مع دراسة (Ball and Brown ١٩٦٨) والتي كشفت أن معظم تحركات السعر تسبق نشر الإعلان عن إيرادات المنشأة (Brennan ١٩٩١). كما أن بيفر وجد أن للتقارير المالية مضمونا من المعلومات يؤثر على كل أسعار الأسهم وحجم التداول فيها خلال فترة الإعلان. وتوصل إلى أن المستثمر يعدل مكونات محفظته من الأوراق المالية بما يتلاءم وفهمه لهذه المعلومات. وفي دراسة للدكتور فوزي غرايبة ولينا جعفر عن أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي وأثر هذا المضمون على أسعار أسهمها وقت الإعلان عن هذه الأرقام. واستنتجت الدراسة أن أسعار الأسهم تعكس معظم المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية قبل ثلاثة أشهر من تاريخ نشرها، ممايدل على أن سوق عمان المالي كفء بصيغته شبة القوية (غرايبة وزميلته ١٩٨٩). وفي العام ١٩٨٧ أظهرت دراسة لـ Ross أن منهجية التمويل هي استخدام البدائل القريبة لتسعير الأصول المالية والعقود. وهكذا، فإن الإخفاق الطفيف في التمويل يعزى إلى ارتباط سعر أصل ما بالأصول الأخرى في الحقيبة المالية (Ross ١٩٨٧).وهناك دراسات أخرى أظهرت العلاقة بين أسعار الأسهم وعدد من المتغيرات المضافة إلى الميزانية العمومية وليس فقط العلاقة بين أسعار الأسهم والإيرادات المحاسبية. هذا يعني أن المعلومات المحاسبية ليست وحدها التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية وإن كان لها تأثير أساسي. ففي دراسة للسيد (Stice ١٩٩١) على مجموعة من الشركات الصغيرة التي تم الإعلان عن إيراداتها بشكل متأخر في صحيفة الوال ستريت (WSJ) استنادا إلى تقريرهم "K - ١٠" عن إيراداتهم المقدمة إلى هيئة التداول، تبين أن السوق لم يتأثر في الفترة التي سبقت التقرير بل تأثر في إعلان صحيفة الوال ستريت (WSJ). واستنتج السيد Stice أن التجار الذين لديهم معلومات والقادرين على تأخير

تداولاتهم سوف لن يقوموا بتداولاتهم مباشرة وقبل الإعلان عن الأخبار الهامة كون أن المعلومات المتوفرة لديهم في حدها الأدنى وتؤدي إلى ضرر كبير فيما لو بنوا قراراتهم على أساسها. من ناحية أخرى، فإن هؤلاء التجار يحاولوا أن يزيدوا من تبادلاتهم في الفترة التي تلي الإعلان مباشرة عندما يكون الضرر من معلوماتهم في حدة الأدنى، أي أن المعلومات المتوفرة لديهم تحقق لهم أعظم منفعة. بنفس الوقت فإن التجار الذين لديهم معلومات متميزة سيعملون على توقيت مبادلاتهم لتتزامن مع تبادلات التجار عديمي الخبرة والمعلومات، عندما يكون التأثير الأعظمي للسعر في حده الأدنى. هذه الاتجاهات تعني أن على المرء أن يتوقع انخفاضاً في التداول قبل الإعلان عن المعلومات للعموم وزيادة في التداول يلي الإعلان عن المعلومات للعموم (Brennan ١٩٩١). وهكذا، فإن تحقيق سوق أوراق مالية كفء من الأمور الصعبة جداً، وهذا مايدفعنا إلى البحث في مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواع هذه الكفاءة وأفضل الطرق لحسابها.

مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

عند الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية، فالمقصود هو كفاءة معلومات السوق. فالكفاءة في سوق الأوراق المالية تهتم بمدى دقة أسعار الأسهم في عكسها لقيمة السهم الحقيقية. لذلك فإن سوق رأس المال الكفء، هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار كافة المعلومات المتوفرة، ولذلك، في حال ورود معلومات جديدة فإن الأسعار تتعدل بسرعة ودون تحيز حسب المعلومات الجديدة (Dopouch ١٩٨٨). هذا يعني أن التغيير في أسعار الأسهم المتداولة يتوقف على المعلومات المتاحة عن ربحية المنشأة وعن المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية. فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم. يقول الدكتور منير ابراهيم هندي " في السوق الكفء Efficient Market يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم" (هندي ١٩٩٣). هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم في ظل السوق الكفء هي قيمة عادلة وتعكس قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يحملها ذلك الاستثمار. وطالما أن سعر السهم في السوق الكفء يعكس قيمته الحقيقية فإن ذلك يعني أنه لايمكن لأحد من المتعاملين في السوق من أن يحقق عائداً غير عادي

لايتوفر لأقرانه. فالسعر يعكس دائماً كافة المعلومات المتاحة وبسرعة فائقة بحيث لايكـــون هنـــاك فاصل زمني بين حصول أحد المتعاملين على معلومة ما وغيره من المتعاملين وبالتالي يستفيد من تلـك الميزة. وهكذا، فلن يوجد في السوق سهم يباع في أي لحظة، بقيمة تزيد أو تقل عن قيمته الحقيقـــة التي تعكسها المعلومات المتاحة للجميع (هندي ١٩٩٣).

وهكذا، فإنه عندما يدعي أحد الباحثين أنه وجد عائداً غير عادي اســتناداً إلى بعـض المعلومـات البارزة، يجيب باحثٌ آخر وبشكل لايدع مجالاً للشك أن المخاطرة لم تكن مضبوطة بشكل كـافٍ. على سبيل المثال فإن السيدين (Bernard and Thomas ١٩٨٩-١٩٩٠) قدما براهين علـى أن الأسواق لم تتعدل بشكل كافٍ حين الإعلانات عن الإيرادات الربعية (إن هناك انحرافاً هاماً يلـي الإعلان)، بينما برهن السيد (Ball Et al ١٩٩٠) أن تعديل السوق يمكن أن يكون صحيحـاً إذا كان مستوى المخاطرة خلال فترة الإعلان مضبوطاً بشكل كافٍ (Lundholm ١٩٩١).

وهكذا، فإنه عندما يختبر الباحثين كفاءة السوق استناداً إلى الإفصاحات المحاسبية، فإن ذلك يعـني أنهم يتوقعون أن المتعاملين المختلفين في السوق يحصلون على معلومات مختلفة خلال فترة الاختبـار. يقول السيد لوندهولم Lundholm " أنا أتوقع أن أسواقاً بنظام معلومات يحتوي علـى متعاملـين لديهم معلومات ومتعاملين ليس لديهم معلومات أن يكون أكثر كفاءةً من سوق يكون فيه كافـة المتعاملين من ذوي المعلومات إلا أن متعاملين مختلفين يصلون إلى معلومات مختلفة (المرجع نفســه). لذلك، وحتى يكون السوق كفأً لابد من أن تكون المعلومات المتوفرة لمتعامل ما يمكن لمتعامل آخـر من الحصول عليها من خلال بيانات السوق مثل " الأسعار" وهذا مايعرف بفرضية التوقعات العقلية "Rational expectations hypothesis". أما عدم الكفاءة في السوق فتحدث بسبب وجـود ضوضاء "فريق ضوضاء" في معطيات أو بيانات السوق والتي تعيق المتعاملين من معرفة مؤشـرات السوق Market siganls حتى أن بعض الباحثين يرون أن لفريق الضوضاء هذا دوراً أساسـياً في بناء المعلومات التي تحقق كفاءة السوق. ذلك أنه لو كان جميع المتعـاملين في السـوق مـن ذوي المعلومات لاختفت الحركة النشطة في السوق، ذلك يعني أن كل متعامل لديه معلومات سـيدرك أن المتعاملين الآخرين لديهم أيضاً معلوماتهم الخاصة. وعليه فإذا تقدم لعرض ورقة مالية للبيع ووجـد الآخرين مقبلين على شرائها فسوف يتردد كثيراً قبل إبرام الصفقة، إذ ينتابه الشك في أن معلوماتـه غير كاملة أو أن لديهم معلومات جديدة لايدري هو عنها شيئاً. والنتيجة هي بطء وربما ركـود في حركة السوق. أما بوجود فريق الضوضاء، فإن الحركة في السوق تصبح أكثر نشاطاً، فإن اعضـاءه إما يتعاملون على أساس ضوضاء يعتقدون أنها معلومات، أو أنهم عظيمي الثراء يتعاملون لإشـباع

رغبة لديهم رغم علمهم – في بعض الأحيان – أن احتمال تحقيق عائد من وراء ابرام الصفقة هـــو احتمال ضعيف. وبوجود هؤلاء يجد المتعاملين من ذوي المعلومات دافعاً لإبرام الصفقات. ذلــك أن تعاملات فريق الضوضاء من شأنها أن تأخذ الأسعار بعيداً عن القيمة التي ينبغي أن تكـــون عليـــها (القيمة الحقيقية). وهنا يجد فريق المعلومات فرصة لإبرام الصفقات بما يعود بالأسعار إلى المســـتوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية (Bernstein ١٩٨٧).

الشروط التي تتحقق بموجبها كفاءة سوق رأس المال:

في ضوء ماسبق يمكن القول إن السوق الكفء هو ذلك السوق الذي لايوجد فيه فاصل زمني بـــين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهـــو مايضمن تغييراً فورياً في السعر بما يعكس ماتحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهـــذا يعني أنه لايوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتـــاح لأي منهم فرصة لاتتاح لغيره وهذا مايطلق عليه بالكفاءة الكاملــة "Perfectly efficient Market" (هندي ١٩٩٣). وحتى تتحقق هذه الكفاءة لابد من توافر الشروط التالية (Dopouch ١٩٨٨):

١- أن المتعاملين في السوق يمكنهم الحصول على المعلومات المتوفرة دون أي تكاليف.

٢- ليس هناك قيود على التعامل، وليس هناك تكاليف للمعاملات أو ضرائب، كما أنـــه يمكـــن للمتعاملين في السوق أن يشتروا ويبيعوا أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها Securities are perfectly divisible.

٣- هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لايحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموســاً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن الأسعار المعلنة هي أسعار مثالية أو مقبولـــة مـــن الجميـــع Investors are price takers.

٤- كافة المستثمرين أو المتعاملين في السوق يصلون إلى استنتاجات متطابقة بما يتعلق بالسعر كـــون أن معلوماتهم متطابقة.

وبموجب هذه الشروط لايمكن لأحد المتعاملين في السوق من تحقيق أرباح غير عادية على حســـاب مستثمر آخر. فجميع المشاركين يحصلون على نفس المعلومات وبنفس الوقت. لذلك لاتتوفـــر في هذه الحالة فرصة لمستثمر لا تتوفر لغيره. فهل على صعيد الواقع العملي يمكن تحقيق ذلك؟.

بالنسبة للشرط الأول فإن المعلومات يمكن أن تتاح لجمهور المســـتثمرين مـــن خـــلال المكتبـــات والصحف والمجلات المتخصصة في شؤون المال والأعمال دون تكاليف تذكر. أمـــا عـــن وصـــول المعلومات إلى كافة المستثمرين بنفس اللحظة فلا يخفى على أحد أن يقوم أحد أعضاء مجلـــس إدارة

إحدى الشركات بإيصال معلومات خاصة لأحد أقاربه أو أصدقائه وبالتالي يُفسح لـــه المجـال في الحصول على معلومات مهمة قبل غيره وبالتالي تحقيق أرباح لاتتاح لغيره من المستثمرين. في هـذا المجال يقدم الدكتور زكريا الصادق تحليلاً لما يحدث داخل بورصة الأوراق المالية في مصـر حيث يشير إلى انتشار ظاهرة القيم المتطرفة في كثير من أسعار الأسهم التي تتداول مما يؤكد أن الأسعار في البورصة المصرية لا تمثل الأسعار الحقيقية أو الواقعية لهذه الأسهم، ويُعزو الدكتور الصادق أسـباب ذلك إلى:

١- تقييم غير عادل لأسهم شركات قطاع الأعمال العام التي يتم طرحها في البورصة.

٢- حصول بعض المستثمرين على معلومات داخلية (خاصة) لايستطيع كافة المتعاملين بالبورصة الحصول عليها.

٣- دخول كثير من المستثمرين لبورصة الأوراق المالية لاستثمار أموالهم بدلاً مـن إيداعـها في البنوك نظراً لانخفاض أسعار الفائدة دون أن يكون لديهم الوعي الكافي بهذا النـوع مـن الاستثمار (الصادق، الاقتصادي ١٩٩٧/٢/١٠).

أما بالنسبة للشرط الثاني، فالواقع العملي يثبت أنه في بعض الأحيان تؤدي الضرائب إلى إلغاء بعض الصفقات أو تأجيلها، كما ان هناك العديد من القوانين التي تفرض قيوداً على إبـرام الصفقـات كتلك المتعلقة بالشراء النقدي الجزئي والبيع على المكشوف. فلجنة البورصة المصرية قررت عـدم السماح بزيادة سعر السهم عن ٥% في نفس اليوم، أما البورصة الأردنية فضمن أحكامها العامـة الفقرة د قررت أنه يحق للجنة البورصة وبناء على تنسيب من مراقب الشركات أن توقف بقـرار معلل عمليات انتقال ملكية الأسهم إذا تجاوزت نسبة الأسهم المنقولة لشخص واحـد، طبيعـي أو معنوي ١٠% من مجموع أسهم الشركة، وذلك إذا اثبت أن هذا الانتقال يتعارض مع مصلحـة الاقتصاد الوطني (دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ١٩٩١).

أما بالنسبة للشرط الثالث، فإن الواقع العملي يثبت أن أكبر الصفقات تبرم في البورصـة لصـالح المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، فخلال السنوات العشر الماضية بلغ حجم الصفقات الـتي أبرمت في بورصة نيويورك لصالح المؤسسات المالية الكبـيرة مـابين ٧٠% إلى ٧٥% (هنـدي ١٩٩٣). أما في البورصات المصرية فقد صدر قرار وزير الاقتصاد رقم ٩٣٠ لسنة ١٩٩٦ والذي ينص على "كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز مايملكه ١٠% من عـدد الأسـهم الأسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهماً لها في اكتتاب عام أو طـرح للتـداول ببورصات الأوراق المالية ما لايقل عن ٣٠% من أسهمها أن يخطر الشركة بذلك قبل عقد الصفقة

بأسبوعين على الأقل" (نصر أبو العباس، الاقتصادي، ١٩٩٧/٢/٣). الواقع العملي يدل على أنه إذا عُقدت صفقة كبيرة لصالح أحد المتعاملين المرموقين فإن ذلك يُفسر من قبل أغلب المستثمرين الآخرين على أن أسهم الشركة محل الصفقة من الأسهم الجيدة وبالتالي يرتفع الطلب عليها وخصوصاً ممن ليس لديهم خبرة من المستثمرين وبالتالي ترتفع أسعار أسهمها. وهذا يدل على أن للمتعاملين في السوق تأثيراً على بعضهم. إذا كان هذا هو الوضع بالنسبة لشروط تحقيق كفاءة سوق رأس المال، فما هي الصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق؟.

صيغ فروض كفاءة سوق رأس المال:

قلنا إن السوق يمكن أن يكون كفأً إذا علم أحد المتعاملين بمؤشرات المتعاملين الآخرين من خلال المعلومات التي يقدمها السوق، وأن من سمات السوق الكفء أن الأسعار التي تتحدد فيه تعكس وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه. السؤال المطروح الآن أي المعلومات التي يعكسها السوق؟ هل المعلومات التاريخية، أم المعلومات العامة, أم الخاصة أم كلاً من هذه المعلومات؟ هذا يقودنا إلى أن هناك ثلاث صيغ لفروض كفاءة سوق رأس المال هي (Lundholm ١٩٩١، هندي ١٩٩٣، Dopouch ١٩٨٨):

١- الصيغة القوية للكفاءة: تتوفر بموجبها كافة المعلومات العامة والخاصة.

٢- الصيغة شبه القوية للكفاءة: تتوفر فيها المعلومات العامة.

٣- الصيغة الضعيفة للكفاءة: تتوفر فيها المعلومات عن تطور الأسعار تاريخياً.

١- الصيغة القوية الكفاءة:

تقضي هذه الصيغة بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة. أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور Public Information إضافةً إلى المعلومات التي قد تكون متاحة لفئةٍ معينةٍ من مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها insiders، وتلك التي يمتلكها المحللون الماليون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى لو استعان بأفضل الخبرات الاستشارية من مستشاري الاستثمار في سوق المال. إلا أن الدراسات التي قام بها عدد من الباحثين مثل (Cumby and Glen ١٩٩٠) كشفت عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة المؤسسات المتخصصة في الاستثمار والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية على تحقيق عائد يفوق

مايمكن أن يحققه مستثمر بسيط تتبع استراتيجية(اشتري واحتفظ). على اعتبار أن هذه المؤسات يمكنها الحصول على المعلومات العامة والخاصة عن السهم وعلى أدق التفاصيل المتعلقة به (هندي ١٩٩٣).

٢- الصيغة شبه القوية للكفاءة:

تقضي هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم تعكس إضافة للتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات. سواء تمثلت تلك المعلومات بما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة. بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. وفي ظل هذه الصيغة يتوقع أن تستجيب الأسعار لما يتاح من تلك المعلومات. وقد لا تكون الإجابة صحيحة في بداية الأمر نظرا لأنها عادة ما تكون استجابة مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم. وفي ظل استجابة من هذا النوع لايمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين. لأنه حتى يتمكن المستثمر من تحقيق ارباح غير عادية عليه أن يدرك من البداية، الاستجابة الصحيحة للأسعار، أي أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات. حينئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح غير العادية، التي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات وبين قيمته الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة.

الدراسات التي أجريت لاختبار الصيغة شبه القوية توصلت إلى أن حال الإعلان عن الأرباح والتوزيعات أو الاشتقاق، فإن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لايتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين. دراسات أخرى كشفت عن أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة وأن هناك فاصلا زمنيا يعطي فرصة لإجراء تحليل لتلك المعلومات، مما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا السبق ويجنون أرباحا متميزة، ففي دراسة ستيكل (Stickel ١٩٩١) كشفت عن أن أسعار الأسهم لاتستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة، بل وأنها لا تعكس كافة ماهو متاح للجمهور من معلومات.

٣- الصيغة الضعيفة للكفاءة:

بموجب هذه الصيغة فإن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية التي تتعلق بما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي. هذا، وتسمى هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية Random walk theory التي تقول إن التغييرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو مايعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار. ذلك أن التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى (French ١٩٨٩).

وهكذا، فإن مايهم أي مستثمر في السوق المالي هو تحديد القيمة الحقيقية للسهم. هذه القيمة التي تمثل القيمة السوقية للسهم في ظل سوق كفء والتي تقاس بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عنها، مخصومة بمعدل خصم يعكس حجم المخاطر الذي ينطوي عليه الاستثمار فيها. وأكثر النماذج استخداما في تحديد معدل الخصم هذا هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). هذا النموذج الذي يعتبر كافيا على العموم ليشمل اختبارات على الأسهم بشكل فردي أو الأسهم في حقيبة مالية.وخاصة مايتعلق منها بجانب تسعير الأصول الرأسمالية ثنائي المعامل "Two parameter asset-pricing Model" حيث إن هذا النموذج ينطلق من عدد من الفرضيات (Dopouch ١٩٨٨):

١- إن سوق رأس المال هو سوق مثالي. على الخصوص، كافة العملاء يتصرفون وكأن السعر هو قضية مسلم بها Price takers، في سوق تسوده حرية التعامل Fractionless capital Market.

٢- كافة المستثمرين غير راغبين في المخاطر Risk avers.

٣- ليس هناك قيود على عمليات البيع على المكشوف "short selling" بالنسبة لكل الأصول.

٤- في كل فترة زمنية، كل عميل يتصرف وكأن التوزيع الطبيعي المشترك للقيم المستقبلية للموجودات هو توزيع طبيعي متعدد التنوع وليس باستثنائي (المقصود بالإستثنائي، أنه ليس هناك عوائد زوجية تظهر ارتباط تام، وليس هناك قيمة أصول فردية تحمل تباين يساوي الصفر).

٥- المتعاملون اللذين لديهم نفس المعلومات يصلون إلى نتائج متماثلة، وذلك استنادا إلى قاعدة كفاءة سوق رأس المال، الذي يعني أن المستثمرين في حالة اتفاق فيما يتعلق بخصوص

التوزيع المشترك المقدر للقيمة المستقبلية للموجودات (ذلك يعني أن كل عميل في سوق رأس المال يمكنه الحصول على المعلومات المتوفرة في الزمن t).

ينطلق هذا النموذج من حساب معدل العائد على الأصول لفترة زمنية واحدة، متجاهلا الأرباح الموزعة للأسهم وغيرها من التوزيعات الدورية "Interim dividends" وهذا يعني أن المستثمرين في حالة اتفاق فيما بينهم أن المصدر الوحيد للعائد على الأصول هو القيمة المستقبلية للأصول، وبذلك يكون معدل العائد على الموجودات j لفترة زمنية واحدة هو

$$R_{jt+1} = \frac{\pi_{jt+1}}{\pi_{jt}} - 1.0$$

حيث أن π_{jt+1} تشير إلى قيمة الموجودات j في الزمن t+1

و R_{jt+1} تمثل معدل العائد على الموجودات j في الزمن t+1

وبموجب الفرضيات ١-٤ نستنتج أنه في حال تحقيق التوازن فإن كل عميل في سوق رأس المال يملك حقيبة مالية كفأ أو مثلى، والحقيبة تكون كفأ عندما لا يكون هناك حقيبة أخرى بنفس معدل العائد المتوقع أو بمعدل عائد متوقع أعلى وانحراف معياري أقل على العائد. وبالتالي فإن القيمة المتوقعة لـ R_{je} ، العائد على الأوراق المالية j^{th} في الحقيبة المالية الكفء e ، يجب أن تحقق الشرط التالي في بداية الفترة الزمنية t:

$$E(R_{je} \backslash E(R_{ze}), E(R_e), B_{je}) = E(R_{ze}) + [E(R_e) - E(R_{ze})]B_{je} \qquad (3.3)$$

حيث أن R_e معدل عائد الحقيبة المالية e لفترة زمنية واحدة.

$$B_{je} = \frac{cov(R_j, R_e)}{var(R_e)}$$ وهي المخاطرة العائدة للموجودات j بالحقيبة e

R_{ze} هي معدل العائد عن الأصول z في حال كون معامل المخاطرة $B_{ze} = 0$

إن الفرضية ٣.٣ تعتبر شرط التوازن من وجهة نظر كل عميل في الحقيبة e

لكن المشكلة بالنسبة للفرضية ٣.٣ هي:

١- إن قيم المؤشر التي تظهر في الفرضية ٣.٣ تقدر من قبل كل عميل، مستخدما النتائج الآتية من القرارات الاستثمارية المعمولة في الزمن t. هذه القيم المقدرة، ليست خارجة عن نشاطات العميل الاستقرائية.

٢- على العميل أن يستخدم استقراءاته ليختار القيم المثلى لأجزاء حقيبته X_{je}'s وهذه تعتمد على خبرته بالاحتمالات، وقدراته ومواهبه الوفيرة، وعامل المنفعة بالنسبة إليه. لذلك فالحقيبة الكفء لمستثمر ما، قد لا تكون كذلك بالنسبة لمستثمر آخر.

وللوصول إلى شرط توازن يمكن تطبيقه على السوق بشكل عام، أي لها علاقة بكل عملاء سوق رأس المال. لذلك يأتي دور الفرض رقم ٥ عندئذ تكون حقيبة السوق حقيبة كفء بالنسبة لكل عميل أو مستثمر في سوق رأس المال.

ويمكن إيجاد الجزء من حقيبة السوق المستثمر في الموجودات i ،

i = ١,٢,....,n وفق الشكل التالي:

$$X_{im} = \frac{\text{قيمة كافة أجزاء الأصول } i}{\text{قيمة كافة الأجزاء لكامل الأصول}} \quad (٣,٤)$$

وبما أن حقيبة السوق هي حقيبة كفء وبما أن الفرضية (٣.٣) تطبق على كل حقيبة كفء فيكون لدينا من أجل كامل i :

$$E(R_{im} \setminus E(R_{zm}), E(R_m), B_{im}) = E(R_{zm}) + [E(R_m) - E(R_{zm})]B_{im} \quad (٣,٥)$$

بموجب الفرض ٣,٥ نشير إلى حقيبة السوق بـ m عوضا عن e التي هي الحقيبة الكفء للعميل e .

وبذلك فإن الفرض ٣,٥ هو شرط التوازن لكل عميل أو مستثمر، لأن الحقيبة m هي حقيبة مثلى لكل عميل أو مستثمر. وهذا يعني أنه عندما يكون السوق في حالة توازن، فإن معدل العائد المتوقع عن الأصول i ، لكامل i ، هو دالة خطية بالاستناد إلى معامل المخاطرة B_{im}، المخاطرة عن الأصول i في حقيبة السوق.

حتى الآن لم نأخذ بعين الاعتبار أثر المعلومات المتوفرة والتي نرمز لها بـ I_t. فبالعودة لقاعدة كفاءة سوق رأس المال، التي تعتبر أن سوق رأس المال يستخدم المعلومات I_t في وضع توازن الأسعار، وأن هذه الأسعار مستندة إلى تقديرات صحيحة لتوزيعات العائد استنادا على المعلومات I_t المتوفرة. وبالعودة لفرضنا رقم ٥ المتضمن أن العملاء يتوصلون إلى توقعات متشابهة, فإن التوزيعات المشتركة المقدرة لكل المستثمرين هي توزيعات متطابقة. وبالتالي فإن كفاءة السوق تعني أن التوزيع المقدر هو تقدير صحيح استنادا إلى المعلومات في I_t وبذلك يمكن إعادة صياغة الفرض السابق ٣,٥ بعد الأخذ بعين الاعتبار للمعلومات I_t على الشكل التالي:

$$E(R_{im} \setminus E(R_{zm} \setminus I_t), E(R_m \setminus I_t), B_{im}(I_t), I_t) = E(R_{zm} \setminus I_t) + [E(R_m \setminus I_t) - E(R_{zm} \setminus I_t)] B_{im}(I_t) \quad (٣,٦)$$

يمكننا باستخدام المعادلة ٣,٦ التي تتعامل مع توازن العوائد المتوقعة أن نصل إلى توازن الأسعار.

إن معدل توازن العائد المتوقع عن الموجودات i خلال الفترة الزمنية من t إلى ١ + t يمكن أن يكون:

$$\frac{E(V_i)}{(P_i)} - ١$$

حيث أن P_i تمثل مقدار التوازن لكافة أجزاء الموجودات i في الزمن t

وأن V_i هي القيمة الإجمالية لنفس الوحدات في الزمن t+١

ومن ذلك فإن $P_i(R_i + ١) = V_i$

حيث أن R_i تمثل معدل عائد الموجودات i من الفترة t إلى ١ + t وبالتعويض بالمعادلة ٣,٦ نحصل على:

$$\frac{E(V_i)}{(P_i)} = E(R_i) + ١ \quad (٣,٧)$$

وبدمج المعادلتين ٣,٦ و ٣,٧ نحصل على

$$\frac{E(V_i)}{(P_i)} = ١ + E(R_{zm}) + [E(R_m) - E(R_{zm})]B_{im}$$

$$= ١ + E(R_{zm}) + \lambda_m \frac{cov(R_i,R_m)}{var(R_m)} \quad (٣,٨)$$

حيث أن $[E(R_m) - E(R_{zm})] = \lambda_m$

وأن $P_m = \sum_{i=1p,i}^{n}$ وتمثل مقدار التوازن لكافة وحدات الحقيبة m في الزمن t

وأن $V_m = \sum_{i=1Vi}^{n}$ $= P_m (R_i + ١) = \sum_{i=1XimRi}^{n} (١ + R_m) P_m$ وتمثل القيمة الإجمالية للموجودات في الزمن ١ + t

وأن $R_m = \sum_{i=1XimRi}^{n}$ وتمثل معدل عائد حقيبة السوق عن الفترة الزمنية t والتي مقدار توازنها هو P_m

ولتوضيح معامل المخاطرة على أسس من القيم النقدية الحالية والمستقبلية والتي هي

$$\frac{cov(R_i,R_m)}{var(R_m)}$$

بما أن

$$R_i = \frac{(V_i)}{(P_i)} - ١$$

و

$$R_m = \frac{(V_m)}{(P_m)} - ١$$

فيكون لدينا

$$\begin{aligned} cov(R_i,R_m) &= cov\left[(\frac{Vi}{pi})-1,(\frac{Vm}{Pm})-1\right] \\ &= cov\left[(\frac{Vi}{pi}),(\frac{Vm}{Pm})\right] + cov\left[(\frac{Vi}{pi}),1\right] \\ &= cov\left[1,(\frac{Vm}{Pm})\right] = cov\,[1,1] \qquad (٣,٩) \end{aligned}$$

وبما أن كافة التباينات المشتركة للأرقام الثابتة هي صفر، من ذلك فإن

$$cov(R_i,R_m) = cov\left[(\frac{Vi}{pi}),(\frac{Vm}{pm})\right] = (P_iP_m)^{-١}\ cov(V_i,V_m) \qquad (٣,١٠)$$

وبما أن $cov(R_m,R_m) = var(R_m)$ وبالتعويض في المعادلة ٣,١٠

$$var(R_m) = (P_m)^{-٢}\ var(V_m) \quad (٣,١١)$$

باستخدام المعادلة ٣,١٠ و ٣,١١ يمكن التعبير عن مقياس المخـــاطرة المرافقـــة للأصـــول i كمايلي:

$$B_{im} = \frac{cov(R_i,R_m)}{var(R_m)} = \frac{(P_i,P_m)^{-١}\ cov(V_i,V_m)}{(P_m)^{-٢}\ var(V_m)} \quad \frac{P_m}{P_i}\ \frac{cov(V_i,V_m)}{var(V_m)} \qquad ٣.١٢$$

والأن لنعوض عن λ_m على أساس القيم النقدية، لنفترض λ^*_m كالتالي:

$$\begin{aligned} \lambda^*_m &= \lambda_m P_m \\ &= [E(R_m) - E(R_{zm})]P_m \\ &= [(E(R_m)+١) - (١+R_{zm})]P_m \\ &= [E(V_m) - (١+E(R_{zm}))]P_m \qquad (٣.١٣) \end{aligned}$$

نلاحظ أن P_m ((١+E(R_{zm})) هي القيمة النقدية المتوقعة للاستثمار النقدي P_m في الموجودات عديمة المخاطرة z والتي لها توازن عائد متوقع مساوي إلى $E(R_{zm})$. حيث أن الموجـــودات z هي عديمة المخاطرة أي أن مخاطرة $R_{zm} =$ ٠ . وأن الفرق λ^*_m هي

$\lambda^*_m = [E(V_m) - (١+E(R_{zm}))]P_m$ والتي تمثل التعويض النقدي عن كل وحدة واحدة من المخاطرة المتولدة. حيث إنه تم التعبير عنها على أسس القيم النقدية المستقبلية

$$\frac{cov(V_i,V_m)}{var(V_m)}$$

وبدمج ٣,٨ ، ٣,١٢ و ٣,١٣ نحصل على

$$E(\frac{V_i}{P_i}) = ١+E(R_{zm})+\lambda^*_m P_i{}^{-١} \frac{cov(V_i,V_m)}{var(V_m)} \qquad (٣,١٤)$$

وبضرب طرفي المعادلة بـــ P_i نحصل على

$$E(V_i) = ١+E(R_{zm}) P_i+\lambda^*_m \frac{cov(V_i,V_m)}{var(V_m)} \qquad (٣,١٥)$$

ومنه نصل إلى المعادلة التالية

$$P_i = (١+E(R_{zm})^{-١} [E(V_i)-\lambda^*_m \frac{cov(V_i,V_m)}{var(V_m)}] \qquad (٣,١٦)$$

إن التركيب الموجود ضمن الأقواس، في الحقيقة، يمثل القيمة الحالية للمضاربة الممثلة بــــ V_i . ذلك يعني أن المستثمر سوف يكون لافرق عنده بين الاستثمار في أوراق مالية ذات دخل أكيد مساو لــ

$$E(V_i)-\lambda^*_m \frac{cov(V_i,V_m)}{var(V_m)}$$

والاستثمار بأوراق مالية ذات عائد عشوائي معطى من خلال V_i من وجهة النظر هذه فـــإن المعادلة ٣,١٦ تشير إلى أن مقدار التوازن الحالي P_i للأصول i مساوي للقيمــــة المخصومـــة للقيمة الحالية certainty equivallent المقابلة للعائد النقدي العشوائي للموجــــودات $i^{'s}$. حيث إن معامل الخصم يساوي إلى ١ زائد معدل عائد عديم المخاطرة، والتي تبدو أنها مناســـبة لأن الكمية المخصومة هي قيمة مقررة كذلك يمكننا تفسير ذلك بشكل آخر، حيـــث المعـــامل $(١+E(R_{zm}))^{-١}$ يمكن أن تسمى على أنها القيمة الحالية عن كل وحدة من العائد النقدي المتوقع وأن المعامل $(١+E(R_{zm}))^{-١} \lambda^*_m$ يمكن أن يفسر على أنه القيمة الحالية عن كل وحـــدة مـــن المخاطرة النقدية المرافقة. لذلك فإن السعر P_i يمكن أن ينظر إليه على أنه سعر السلعة المركـــب – السلعة مؤلفة في جزء منها من عائد نقدي متوقع ومن مخاطر نقدية –وأن السعر المركب هـــو السعر المساوي إلى عناصرها المركبة، كل منها مقدم بسعر توازنه الحالي. جدير بالملاحظة هنـــا، إن كل من مقدار العائد النقدي المتوقع $(١+E(R_{zm}))^{-١}$ ، ومقدار المخـــاطرة $(١+E(R_{zm}))^{-١}$ λ^*_m –، هما واحد بالنسبة لكل الشركات (المشار إليها بـــ i في الـــتركيب ٣,١٦). ذلـــك يعني، أن العائد النقدي المتوقع لشركة ما ومخاطرها النقدية هما بدائل ممتازة للعــــائد النقـــدي والمخاطرة النقدية لشركة أخرى على التوالي. بالمختصر لايمكن لأي شركة من أن تحقق مزايــــا منفردة لأوراقها المالية، للدرجة التي تتعلق أو تخص محددات أسعار التوازن. (من الطبيعي، فـــإن

عدد الوحدات المشكلة للعائد النقدي المتوقع وللمخاطر النقدية يمكن أن تتنوع أو تتعدد بين الأوراق المالية. (Dopouch ١٩٨٨)

بالنتيجة النهائية فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) تنشئ علاقة تبادلية بين العائد والمخاطرة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية. يفهم من هذا النموذج هو، بما أن المستثمرين غير راغبين في المخاطرة، فهم يتوقعون أن يعوضوا بعائد أكبر على استثماراهم بأوراق مالية عالية المخاطره. والمسألة الهامة في هذه الحالة هو كيف نقيس المخاطرة، ونقرر الحجم المناسب لعلاوة المخاطر. علما أن المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية عالية المخاطرة هي نوعين:

١- المخاطر النظامية Systematic risk.

٢- المخاطر المتنوعة diversifiable risk.

فالمخاطر الثابتة هي المخاطر التي لايمكن تعديلها وتعود إلى تأثير التغييرات الاقتصادية الخارجية على التغيير في إنجاز المنشأة.

أما المخاطر المتنوعة فهي تعود إلى التغييرات الاقتصادية في المنشأة نفسها، فالزيادة في الاستثمار وأثره على المخاطر يعتمد على درجة واتجاه الارتباط إضافة إلى الحجم المناسب للتدفقات النقدية المرافقة (Johnson).

أما ما يؤخذ على هذا النموذج هو أن المخاطر التي يتحدد على أساسها معدل الخصم هي المخاطر المنتظمة، أي المخاطر ذات السمة العامة التي تتعرض لها كافة الأوراق المالية والتي تقاس بمعامل بيتا . أما المخاطر غير المنتظمة أي المخاطر التي ترتبط بورقة مالية ما، ومن بينها مخاطر ضعف السيولة فلا يأخذها النموذج في الحسبان، وذلك على الرغم من أنها وإن كانت نوع من المخاطر الخاصة إلا أن المستثمر لا يستطيع أن يتخلص منها بالتنويع. هذا فضلا عن أن النموذج يتجاهل التفاوت المحتمل في الفترة التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية (هندي ١٩٩٣).

الفصل الثالث

دور سوق الأوراق المالية في تقديم المعلومات اللازمة لإختيار الورقة المالية الكفء

لما كانت سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لورقة مالية ما عن طريق طرف ثالث هو السمسار، في سوق مثالي تتحدد فيه الأسعار وفق قانون العرض والطلب وتتحقق فيه المنافسة الحرة والعلانية حيث يتصل سمسار البائع بسمسار المشتري عن طريق النداء، وتدون الأسعار في لوحة معدة لذلك يطّلع عليها الكافة، ومايرتبط بذلك من نشر كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية (زكريا أحمد نصر ١٩٨٥).

فإن المعلومات والبيانات المحاسبية أو بالأحرى الأرباح المحاسبية ذات علاقة أساسية في تقييم أسعار الأسهم. فالمحللون الماليون يعطون جلّ اهتمامهم لهذه المعلومات ويحللونها ليصلوا إلى تنبؤات عن أرباح الشركات مستقبلاً. فالدراسات الكثيرة أظهرت أن هناك ارتباطاً قوياً بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم خصوصاً المعلومات المحتواة في الأرقام المحاسبية السنوية أو الدورية (Michael j. Brennan, Acc Review ١٩٩١). وفي دراسة للدكتور فوزي غرايبة، وجعفر حول مضمون الأرقام المحاسبية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي من المعلومات، وأثر هذا المضمون على أسعار أسهمها وقت الإعلان عن هذه الأرقام. فقد تبين أن (للأرقام المحاسبية بوجه عام مضموناً من المعلومات يؤثر على عوائد الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة العامة، وبالتالي على أسعار أسهمها، ويؤثر مضمون كل من مجموعة متغيرات صافي الربح والأرباح الموزعة من المعلومات على أسعار الأسهم أكثر من أرباح الربح المعدل. وان لكل من العائد على رأس المال، والعائد على حقوق الملكية، ونسبة التوزيع مضموناً من المعلومات يؤثر على أسعار الأسهم أكثر من بقية الأرقام المحاسبية، واستنتجت الدراسة أن أسعار الأسهم تعكس معظم المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية قبل ثلاثة أشهر من تاريخ نشرها) (غرايبة، هريش،١٩٨٩، دراسات، العدد الأول).

وكما أن للمعلومات المحاسبية أهمية في التأثير على أسعار الأسهم، فإن المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة هي بنفس الأهمية بالنسبة للمستثمر في التنبؤ بما

ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد عن عمليات المنشأة والتي تعتبر محدداً أساسياً للقيمة السوقية للسهم (هندي ١٩٩٣).

كما أن هناك عوامل فنية أخرى تعتمد على دراسة تقلبات الأسعار العائدة للورقة المالية موضوع الدراسة للوصول إلى تقدير علمي لتطورات الأسعار (أحمد مراد كاظم ١٩٦٠، هندي ١٩٩٣).

ولابد من الإشارة هنا إلى أن هناك بعض المستثمرين الذين ليس لديهم هذه البراعة أو التقانة في مسألة التحليل المالي، لكنهم يحققون أرباحاً لابأس بها بشكل حدسي بحت. بعض الأفراد قد يشترون أسهم "ماكدونال دوغلاس" لأنهم يحبون الصناعة أو لأنهم لاحظو تجمعاً كبيراً في المكان الذي تباع به أسهمها. إن ملاحظات كهذه، بالتأكيد ستؤثر على القرار الاستثماري للمرء. لكنها وبشكل واضح ليست كافية لأغراض مثل، كيف سيتغير الوضع الاقتصادي؟ هل شركة ماكدونالد هي شركة رابحة وهل ستستمر كذلك؟ الكثير من هذه الأسئلة يمكن الإجابة عليها من خلال الحصول على المعلومات المحاسبية وغيرها من المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وتحليلها تحليلاً علمياً دقيقاً (Gitman ١٩٨٣).

وهكذا يرى الباحث، أن الوصول إلى الورقة المالية الكفء التي على المستثمر توجيه محفظة أوراقه المالية نحوها يحتاج إلى القيام بالاهتمام بالمعلومات التي تصدر عن سوق الأوراق المالية والإفصاحات التي تقدمها الشركات وبالتالي لابد من:

المبحث الأول – تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف الصناعة التي تنتمي إليها.

المبحث الثاني – الإفصاحات التي تقدمها القوائم المالية.

المبحث الثالث – دراسة أهم المعايير والمؤشرات المستخدمة في تحليل القوائم المالية.

المبحث الأول

تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة

إن الهدف من تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة التي يرغب المستثمر بتوجيه محفظة أوراقه المالية نحوها هو التعرف على التغييرات المحتملة في الظروف الاقتصادية للدولة والتأثير المحتمل لتلك التغييرات على الأسعار في أسواق الأوراق المالية. كما أن تحليل ظروف الصناعة يهدف إلى تبيان فيما إذا كان أداء الصناعات المختلفة يتميز بالتباين، وأن أداء الصناعة الواحدة يتميز عبر الزمن بالاستقرار وهل أن الصناعات التي حققت ربحاً عبر الزمن ستستمر في تحقيق معدل الربحية هذا أم لا، وهل أن ربحية المنشأة داخل الصناعة متماثل مع ربحية المنشآت الأخرى أي متوسط ربحية الصناعة (هندي ١٩٩٣، أحمد مراد كاظم ١٩٦٠، Gitman ١٩٨٣).

وحتى يتمكن المحلل من الوصول إلى نتائج إيجابية في هذا المجال عليه أن يقوم بـ :

١- تحليل السياسة المالية للدولة واتجاهاتها.

٢- السياسة النقدية واتجاهاتها.

٣- معدل التضخم.

٤- حجم الإنتاج القومي.

٥- الفائدة واتجاهاتها.

ومن ثم يقوم المحلل بتحليل الجوانب الأساسية في تحليل ظروف الصناعة لتحديد السمات المميزة لكل صناعة وذلك من خلال:

١- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح.

٢- تحليل حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة.

٣- ظروف المنافسة.

٤- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة.

٥- تأثير الحكومة.

٦- التحولات الاجتماعية.

٧- العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح.

تحليل السياسة المالية للدولة:

وهو مايتعلق بموارد الدولة واستخدامات هذه الموارد بالإنفاق الاستثماري أو الإنفاق الاستهلاكي. إن الإنفاق العام يسهم بشكل مباشر أو غير مباشر بزيادة الدخل القومي، فالإنفاق العام يولد دخولاً جديدة في حالات الإنفاق الجاري، ويؤدي إلى زيادة الإنتاج في حالات الإنفاق الاستثماري (د. كنعان ١٩٩٦).

وتعتبر الضرائب قاسماً مشتركاً لموارد موازنات غالبية الدول، لكن السؤال الهام من يدفع الضريبة؟ ومن يتحمل عبئها؟ يمكن أن يحملا إجابات مختلفة (Edgar K. ١٩٨٩ وزميله Browning). إن من يدفع الضريبة أي من يكتب الشيك بقيمة الضريبة ليس هو السؤال الهام بالنسبة للاقتصاديين لأن من يدفع الضريبة قد لايكون هو الذي يتحمل عبئها. إن فرض ضريبة على المشروبات الروحية في أمريكا مثلاً لايتحملها صاحب المحل بل يمكن أن تعكس على المستهلك من خلال الزيادة في الأسعار (المرجع نفسه). لذلك، فإن الهدف من الضريبة ليس تأمين المال اللازم للإنفاق الحكومي بل إعادة توزيع الدخل، وتشجيع الإنتاج وتخفيض معدل التضخم (المرجع نفسه). فإذا لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت، فإن هذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وهو مايترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. إلا أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية التي تتمثل في تقليص موازنه الحكومة مما قد يضطر الحكومة إلى الإلتجاء إلى التمويل بالعجز وهو مايتسبب عادة في حدوث التضخم (هندي ١٩٩٣). إن سياسة الإعفاءات الضريبية التي اتبعتها سورية بعد عام ١٩٩١ أدت إلى نتائج سلبية على الإقتصاد الوطني منها التضخم النقدي وتركيز السيولة بيد فئة من أبناء الشعب ولجوء الدولة إلى تمويل إنفاقها عن طريق التمويل بالعجز.

وهكذا فإن للسياسة المالية التي تتبعها الدولة تأثير على اتجاهات الإستثمار من خلال الإنفاق الحكومي، فإذا موّلت الدولة إنفاقها عن طريق الضرائب أدى ذلك إلى تخفيض التضخم وإعادة توزيع الدخل بين القطاعات المختلفة وقد يؤدي إلى تخفيض الإنتاج إذا لم تتمكن الدولة من تحقيق توازن صحيح بين الإنفاق الإستثماري والإنفاق الاستهلاكي. كما أن الحكومة يمكنها من خلال الإعفاءات الضريبية على المنشآت الجديدة التي تعمل في مناطق جغرافية معينة أو المنشآت التي تنتمي إلى صناعة معينة، والإعفاءات التي تحصل عليها كافة المنشآت التي توجه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة الإنتاج أن تؤدي إلى تشجيع الإستثمار وبالتالي زيادة الدخل القومي (Arenson ١٩٨٥).

٢- السياسة النقدية:

ويقصد بها مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور (هندي ١٩٩٣). وقد أضحى التداول النقدي أهم موضوعات التخطيط الحكومي، حيث يهدف التدخل الحكومي في التداول النقدي لتحقيق علاقة قوية بين حركة النقود الجاهزة وكمية النقود الضرورية موضوعياً، وكذلك بين حركة الناتج الاجتماعي ورصيد الاستهلاك الشخصي الذي يشكل جزءاً أساسياً منه (د. دليلة ١٩٩٥).

وفي هذا المجال أظهر فريدمان وشوارتز أن هناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة – مع ثبات المطلوب منها – الأمر الذي يشجع على الاستثمار، ويؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة، التي عادة ماتنعكس على مستوى الطلب على المنتجات (Friedman and Schwartz ١٩٦٣).

وهكذا يمكن القول إن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى تخفيض الفائدة وبالتالي زيادة الإستثمار والإنتاج وبالتالي الدخل القومي ومن ثم زيادة أرباح المنشآت وبالتالي يمكن الإدعاء بأن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية هو المحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود (French ١٩٩٠).

٣- معدل التضخم:

إن نشر معلومات من خلال التقارير الشهرية عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يؤثر عكسياً على أسعار الأسهم وذلك لسببين (هندي ١٩٩٣):

١- إن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو مايعني ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض في القيمة السوقية للأسهم.

٢- إن النظام الضريبي الذي تتم بموجبه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها. ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقة لأرباح المنشأة وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها. ذلك أن قسط الاستهلاك سيكون أقل مما ينبغي أن يكون عليه ممايزيد من حجم الوعاء الضريبي ويؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية. وفي هذا المجال يقول السيد لورنس ك. ديوك وزميله "أن التضخم غير المتوقع

يحول الثروة والدخل من المقرضين إلى المقترضين ويبعد المستثمر عن الأوراق المالية فيتحولوا إلى الأصول الحقيقية مثل الذهب والعقارات وهو مايعتقد بصورة تقليدية بأنه يوفر حماية إزاء مخاطر القوة الشرائية ". (ديوك وزميله ١٩٩٣).وماينطبق على الأصول الثابتة ينطبق على المخزون في ظل اتباع سياسة الوارد أولاً صادر أولاً.

٤- حجم الإنتاج القومي:

إن للتقارير عن حجم الإنتاج القومي أثراً قد يكون سلبياً وقد يكون إيجابياً. فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها. أما إذا عكست التقارير زيادة غير متوقعة في الإنتاج القومي وساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث تضخم. فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم في السوق، لأن زيادة التضخم تؤدي إلى زيادة معدل الفائدة، وزيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار (Pearce and Rolley ١٩٨٥).

٥- معدل الفائدة:

لمعدل الفائدة أهمية كبرى في تحديد اتجاهات الاستثمار خصوصاً وأن كل منشأة لديها الرغبة في مضاعفة قيمتها الصافية، ولذلك فإنها تتجه إلى الإنفاق الاستثماري الذي تكون فيه القيمة الحالية الآتية من الدخول الناتجة عن الزيادة في رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة الاستثمار. وهكذا فان الإستثمارات المربحة هي الاستثمارات التي تكون قيمتها السوقية المحسوبة للمدخرين على أسس تدفقات الدخول المستقبلية تزيد تكلفتها (Fry ١٩٨٤). من ذلك، فإن هناك مقارنة بين اتجاه المستثمر أو المدخر نحو شراء أسهم أو سندات أو إيداع نقوده في البنك والحصول على معدل فائدة أكبر من العائد على الاستثمار مثلاً. وكان أول من درس العلاقة بين معدل التضخم المتوقع ومعدل الفائدة هو الاقتصادي إرفينج فيشر Irving Fisher . ميز فيشر بين معدل فائدة حقيقي ومعدل فائدة اسمي. فاعتبر أن معدل الفائدة الاسمي يشكل الفرق بين القيمة الحالية للنقد والقيمة المستقبلية، أما معدل الفائدة الحقيقي فهي تشكل الفرق بين القوة الشرائية للنقد الحالية والمستقبلية وبالتالي أخذ بعين الاعتبار معدل التضخم النقدي (Fry ١٩٨٤).

وهكذا يمكن للدولة استخدام معدل الفائدة في التأثير على حجم السيولة والتضخم النقدي فإذا أرادت الدولة تشجيع الإنتاج خفّضت معدل الفائدة على الأموال المصرفية وإذا وجدت الدولة أن ذلك أدى إلى التضخم فإنها تعيد النظر بسياستها وترفع معدل الفائدة خصوصاً على القروض قصيرة الأجل (Luckett ١٩٨٠).

كذلك الأمر يمكن للدولة أن تمول إنفاقها الحكومي من خلال إصدار سندات عوضاً عن زيادة الضرائب أو التمويل العجز وفي هذه الحالة، فإن زيادة استقراض الحكومة لتعوض النقص في الضرائب يمكن أن يؤدي إلى الزيادة في معدلات الفائدة وبالتالي تخفيض الإنفاق الاستثماري. فالأفراد يتحولون من شراء الأوراق المالية إلى الإيداع في البنوك (Fry ١٩٨٤).

وهكذا بعد أن يقوم المستثمر بتحليل السياسات الاقتصادية للدولة وأثرها واتجاهاتها يختار الصناعة التي يجد أن هناك إتجاهاً لتشجيعها أو تنميتها. خصوصاً وأن أداء الصناعات المختلفة يتميز بالتباين عبر الزمن. وهكذا، فإن معرفة الصناعات التي تتميز بمستوى عائد مرتفع، يعني أمكانية تركيز الإهتمام على المنشآت التابعة لتلك الصناعة. أما الجوانب والاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة فهي التي تنصرف إلى تحديد الصفات المميزة لكل صناعة وذلك من خلال (هندي ١٩٩٣):

١- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح.

٢- تحليل حجم الطلب وحجم العرض.

٣- ظروف المنافسة.

٤- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة.

٥- تأثير الحكومة.

٦- التحولات الاجتماعية.

٧- العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح.

وبعد أن يختار المستثمر الصناعة التي يرغب في توجيه محفظته المالية نحوها، يأتي دور اختيار المنشآة التي سيشتري أسهمها وبالتالي عليه الإنتقال إلى نوع آخر من التحليل يتعلق بتحليل القوائم المالية لتلك المنشأة للوصول إلى ربحيتها ومدى انسجامها مع تطلعاته.

المبحث الثاني

الإفصاحات التي تقدمها القوائم المالية

يمكن اعتبار المحاسبة سجلاً لأرقام أعمال الشركة. فالمحاسبة تنقل نشاطات الشركة إلى مجموعة من الأرقام الموضوعية التي تقدم معلومات عن إنجازات الشركة ومشاكلها ومستقبلها المأمول. إن تحليل وتفسير هذه الأرقام المحاسبية لتقدير انجازات الشركة والتخطيط للأعمال المقبلة والوقوف على ربح المنشأة، يعتبر مهماً بالنسبة لعدد كبير من الناس بما فيهم المستثمرين، والدائنين، والمنظمين للمشروع، ويعتبر الأساس في تحديد السعر الذي يمكن أن تباع به الورقة المالية (Higgins ١٩٨٤). إن القيمة المستقبلية المتوقعة لأي ورقة مالية يمكن الوصول إليها من خلال تحليل ودراسة القوائم والمعلومات المحاسبية المقدمة وخصوصاً الإيرادات المحاسبية، حيث إن عدداً كبيراً من الدارسين لعلم المحاسبة أمثال (Stinson, Beaver, Brath) قد توصلوا إلى أن هناك علاقة قوية بين أسعار الأسهم والمعلومات المحاسبية المتوفرة حديثاً (١٩٩١ Brennan Acc,review) لذلك على المستثمر تحليل البيانات والمعلومات المقدمة من المنشأة صاحبة الورقة المالية ومقارنتها مع النتائج التي حصل عليها من خلال تحليل للظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة للوصول إلى القرار الاستثماري السليم (هندي ١٩٩٣، Dopouch ١٩٨٩) وهكذا، وفي ضوء ذلك يرى الباحث ضرورة تحليل البيانات المحاسبية التالية:

١- الميزانية العمومية ومقارنتها مع غيرها من الميزانيات.

٢- قائمة الدخل أو حسابات النتائج ومقارنتها مع سنوات سابقة.

٣- قائمة التدفقات النقدية ومقارنتها مع قوائم سابقة.

٤- استخدام المعايير والمؤشرات (النسب المالية) في تحليل المركز المالي للمنشأة.

١- الميزانية العمومية المقارنة:

الهدف من تقديم القوائم المالية هو الإفصاح عن الصورة الحقيقية عن الوضع المالي للمنشأة، هل الصورة التي تعكسها هذه القوائم تشجع الدائنين والمستثمرين والمالكين للاستمرار في دعم وتزويد الشركة بالمال اللازم؟ وهل الشركة بوضع جيد بحيث يجذب مصادر تمويل جديدة؟ (Johnson ١٩٨٢).

في ضوء هذا الهدف للقوائم المالية، ماالذي تقدمه الميزانيــة للمــهتمين مــن مــالكين ومستثمرين ودائنين وغيرهم. يقول السيدان هوبس ومور Hobbs and Moore أن الميزانيــة تركز على الوضع المالي للمنشأة، وليس على الوضع المالي للمالكين أو الدائنين. وهــي تجــهز بشكل طبيعي بنهاية السنة المالية، وكذلك يمكن أن تجهّز في فترات زمنية أخرى ربع ســنوية أو نصف سنوية. وتعتبر الميزانية قائمة مالية ثابتة أو جامدة، لأنها تمثل الوضع المالي للمنشأة في لحظة زمنية واحدة. إن هذا الوضع الذي تمثله الميزانية يتغير في كل يوم وذلك حسب عمليات المنشأة، فأي عملية بيع للبضائع، أو أي مشتريات لها سيغير الوضع المــالي للمنشــأة (Hobbs and Moore ١٩٨٤). وطالما أن الميزانية تعكس الوضع المالي للمنشأة، فهي بذلك تعكس مقــدرة المنشأة على مواجهة ديونها قصيرة الأجل أو طويلة الأجل من خلال مقارنة الأصول المتداولة مـع المطاليب المتداولة، والأصول طويلة الأجل مع المطاليب طويلة الأجل وتظهر أيضاً مدى اعتمـاد المنشآة على الديون في تمويل أعمالها لأن في ذلك أهمية كبرى للمستثمرين الجدد فــإذا كــانت نسبة التمويل بالدين أكثر من التمويل بالملكية أي أن الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل أكـبر من حقوق الملكية (حقوق حملة الأسهم) فإن ذلك يعني أن الوضع المالي للمنشأة غير ســليم وفي وضع قريب من الإفلاس (Higgins ١٩٨٤).

وحتى تقدم الميزانية الصورة الصحيحة للوضع المالي يجب أن تكون ميزانية مقارنة لعــدد من السنوات حتى يتمكن المهتمون من مقارنة إنجازات المنشأة مع فترات زمنية أخرى قد تصــل إلى خمس سنوات حسب متطلبات هيئة معايير المحاسبة الأمريكية. كما أنه على المحلل المــالي أن يقوم بتحليل بنود الميزانية ويقارنها مع بنود ميزانية منشأة أخرى من نفس الصناعة أو مع متوسط الصناعة، وأن تتم المقارنة على أساس نسب مئوية، فقد أشار الدكتور حسين القاضي إلى أنه مــن الخطأ الاكتفاء بإبراز القيمة في شكل مبالغ مطلقة فقط، بل يستفاد منها على شكل نسب مئويـة للتغيير أو نسب كسرية بدل النسب المئوية للعناصر ذات الطبيعة الواحدة، أو يستخرج من هذه التغييرات مؤشرات هامة يستفاد منها في إعداد قائمة التغيير في المركــز المــالي، أو اســتخراج مؤشرات التحليل المالي ومقارنة التغيير في هذه المؤشرات كما يجــب اتبــاع مبــادئ القيــاس والإفصاح المحاسبي ذاتها وعرضها على شكل أعمدة تسهل استنتاج الفروق (القاضي ١٩٩٤).

وبهدف تسهيل فهم المركز المالي للوحدة الاقتصادية يتم تبويب عنــاصر الموجــودات والمطاليب في قائمة المركز المالي بشكل علمي يخــدم الأهــداف التاليــة (الجليــلاتي ١٩٩٣، القاضي ١٩٩١):

١- تحديد مدى كفاية استغلال الوحدة الاقتصادية لرأس مالها: ويقصد بذلك طريقة تمثيل رأس المال في أصول ثابتة ومتداولة ومعنوية فكلما زادت الأصول الثابتة في المنشأة الصناعية عن باقي الأصول كانت أقدر على العمل والإنتاج وتحقيق الأرباح.

٢- تحديد قدرة المنشأة على الوفاء بما عليها من التزامات قصيرة الأجل نحو الغير: ويتوقف ذلك على مدى كفاية رأس المال العامل أي الأصول قصيرة الأجل في مواجهة المطاليب قصيرة الأجل، فكلما كانت الزيادة في رأس المال العامل أي الأصول المتداولة أكبر من المطاليب المتداولة فإن ذلك يعتبر مظهراً من مظاهر القوة بالنسبة للمنشأة، وتحقق هامش أمان ويقلل من احتمال الإفلاس(Higgins ١٩٨٤).

٣- تحديد قدرة الوحدة الاقتصادية على الوفاء بما عليها من قروض: فسداد القروض يحتاج لوجود نقدية كافية. إن زيادة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة يطمئن إلى قدرة الوحدة على الوفاء بالتزاماتها، أما في حال العكس فإن ذلك قد يضطر المنشأة إلى بيع جزء من أصولها الثابتة أو الإقتراض (القاضي ١٩٩١).

وهكذا يبدو جلياً أن الميزانية تقدم صورة سريعة للوضع المالي للوحدة الاقتصادية تساعد المهتمين في الوصول إلى القرار الاستثماري السليم لأنها تقدم بشكل واضح مدى مقدرة الوحدة الاقتصادية على استخدام أصولها سواء قصيرة الأجل أم طويلة الأجل ومدى مقدرتها على مواجهة التزاماتها من خلال مالديها من سيولة ناتجة عن زيادة رأس المال العامل على المطاليب المتداولة. وكذلك الأمر فإن الميزانية تبوب وفق قواعد هامة في مجموعات متجانسة تعطي فكرة واضحة عن تركيب كل منها. وبشكل تظهر معه درجة التوازن بين المجموعات المختلفة من أي طرف وبين مجموعات الطرف الآخر (د. فلوح ١٩٨٧).

ولكي يكون التبويب مفيداً فإنه يجب أن يخدم غرضاً معيناً، فتحديد الغرض هو الخطوة الأولى في سبيل الوصول إلى تصنيف سليم. فإذا كان الغرض من التصنيف خدمة التحليل المالي، فيجب أن يتم بشكل يبرز معه مصادر التمويل والاستخدامات أي أن يظهر درجة السيولة في الموجودات ودرجة الاستحقاق في المطاليب. أما إذا كان الهدف هو التخطيط على المستوى القومي فيتطلب تصنيفاً يبرز ارتباط الوحدة الاقتصادية بالخطة العامة للدولة والتدفقات المالية بين الوحدات الاقتصادية في قطاع اقتصادي معين ومتابعة الخطة الاستثمارية خلال مراحل تنفيذها (د. القاضي ١٩٩١) وهكذا فإن تصنيف الميزانية ضمن مجموعات متجانسة يساعد المحليين

الماليين والمستثمرين وكافة المهتمين في تحليلاتهم للوصول إلى الوضع المـــالي الحقيقـــي والســـليم للوحدة الاقتصادية وبالتالي في اتخاذ قرارهم الاستثماري السليم.

٢- قائمة الدخل أو حسابات النتائج:

تعتبر قائمة الدخل من أكثر القوائم المالية استخداماً من قبل المالكين والدائنين والحكومة، لأنها تعكس الدخل الصافي أو الخسارة الصافية خلال دورة مالية محددة قد تكون مدتها عـــام أو أقل. إن قياس الدخل الصافي يعتبر من أكبر التحديات التي تواجه المحاسبين لأن قيـــاس الدخـــل الصافي في وقته المناسب وبشكل صحيح يعتبر مسألة جوهرية للأسباب التالية:

١- لأنه يُمكن المالكين "owners" من تقدير الأداء المالي للمنشأة.

٢- وللدائنين كي يتمكنوا من توجيه ومراقبة الموارد المالية التي أقرضوها للمنشأة بشكل آمـــن ومضمون.

٣- وللإدارة لتُثمّن أداء العمليات، وتضع الخطط ووسائل وأدوات التحكم والمراقبة، ولتقـــوم بحساب ضريبة الدخل استناداً لعدد من المستويات الحكومية.

٤- للهيئات والمؤسسات المالية لتقيّم فرص الاستثمار البديلة ضمن المنشآت المنافسة الأخـــرى (Hobbs and Moore ١٩٨٤).

وهكذا فإن لقائمة الدخل أهمية كبرى في التحليل المالي لما تحتويه من ملخص لإيـــرادات ونفقات الوحدة الاقتصادية لفترة زمنية محددة، كما أن فقرات الإيرادات والنفقات هـــذه قـــد جمعت إما بحسب نماذجها أو بحسب صنفها حتى تقدم ملخصاً للتقرير المالي يمكن قراءته وفهمـــه (Copeland ١٩٨٠). ويتابع كوبلان Copeland أن الاقتصاديين غالباً ماينظرون إلى الدخـــل على أنه مقياس لصحة الوحدة الاقتصادية فيقول أن الدخل قد وُصف على أنه "القيمة العظمـــى التي يمكن للوحدة الاقتصادية أن توزعها في نهاية فترة زمنية معينة مع بقاء المنشأة بوضـــع جيـــد كما كانت عليه في بداية الفترة الزمنية" (Copelond ١٩٨٠) إلا أن كوبلاند يقول أن هـــذا المفهوم للدخل غير ممكن عملياً لأن هناك افتراضات كثيرة حول مفهوم الوضع الحسن أو الجيـــد "Well off" للوحدة الاقتصادية في أي فترة زمنية. وفي رأي كوبلاند أن المحاســـبين يقيســـون الدخل الناتج عن العمل من خلال مقارنة أو إعادة الإيرادات والنفقات لفترة زمنية محددة. وبمـــا أنه يمكن قياس الإيرادات والنفقات من خلال استخدام المعطيات التاريخية، فإن الدخل النـــاتج يمكن اعتباره تاريخياً أيضاً. ليس من الضروري أن يعكس الدخل المحاسبي القيمة الحالية للمنشـــأة أو يقرر كم هو جيد وضع المنشآة الاقتصادية. إنها تقدم فعلاً وفي والوقت المناسب، تقريراً دورياً

موضوعياً. يقوم المحاسبون بتحديد الإيرادات التي تعود لفترة زمنية معينة، وبعدها يقومون بتحديد النفقات التي صُرفت في نفس الفترة للحصول على هذا الدخل، وبمقارنة هذا الدخل مع النفقات من قبل المحاسبين، فإن الفرق بينهما يعتبر الربح أو الخسارة (Copelond ١٩٨٠).

أما الدكتور حسين القاضي فيعتبر أن هذا التعريف للدخل مقبولاً نظرياً ولايثير لبساً أو غموضاً، على أن محاولة تطبيقه عملياً ومحاولة قياس الدخل بناء عليه، يثير العديد من المشكلات التي ترتبط أساساً في مفهوم العبارة التالية "على الحالة التي كانت عليها في بداية الفترة". ويتابع الدكتور القاضي أنه يمكن تفسير هذه العبارة على أساس أن المنشأة تبقى على الحالة التي كانت عليها في بداية الفترة إذا تمكن أصحابها من استرداد استثماراتهم (رأس المال) وينصرف الاهتمام هنا على أساس قياس الربح عن طريق معادلة الميزانية بطرح صافي الأصول في أول المدة من صافي الأصول في نهاية المدة وهي المعادلة التي تعطي الاهتمام بالميزانية، وتقتضي إعادة لتقويم الأصول في نهاية المدة للوقوف على قيمة صافي الأصول. ويتابع الدكتور القاضي أن المحاسبين يختلفون هنا حول مدلول استرداد الاستثمارات، فبينما يفسرها أنصار التكلفة التاريخية على أنها الاستثمارات النقدية المدفوعة من قبل أصحاب المنشأة، يعترض فريق من المحاسبين على هذا المفهوم ويفترضون أن القيمة الحقيقية للاستثمارات هي القيمة الاقتصادية التي تأخذ بعين الاعتبار تغير مستويات الأسعار وتغيرات الأسعار. ويتابع الدكتور القاضي أنه يمكن تفسير عبارة " على الحالة التي كانت عليها في بداية الفترة" على أنها الحالة التي تحافظ على قدرة المنشأة على تحقيق الربح في المستقبل، والخلاف هنا حول الربح، هل هو ربح حقيقي أم أنه ربح نقدي. وهنا تظهر أهمية قائمة الدخل والتي يمكن الوصول إليها عن طريق إجراء المقابلة بين الإيرادات والنفقات التي سببت تلك الإيرادات. وقد أُعطيت هذه القائمة أهمية حتى أكثر من أهمية قائمة المركز المالي. نظراً لارتباطها بالربح الذي يمثل الشغل الشاغل لمتخذي القرارات الاستثمارية. ويرى الدكتور القاضي أن كلتا القائمتين مرتبطتان ببعضهما ارتباطاً وثيقاً بحيث تمثلان وجهين لعملة واحدة هي وضع المشروع الاقتصادي (القاضي ١٩٩١).

ولابد من الأخذ بعين الاعتبار هنا أن الرصيد الذي تقدمه قائمة الدخل والذي يمثل الأرباح ليس هو نفس النقدية التي تحصل عليها المنشأة. فاستناداً إلى مبدأ الاستحقاق المحاسبي، فإن الإيرادات تؤخذ بعين الاعتبار أي أن يكون هناك زمن بين تحقيق الإيراد وبين الحصول على النقدية، لذلك على المحلل والمستثمر أن يهتم بذلك حال دراسة سيولة المؤسسة ومقدرتها على مواجهة أعبائها (Higgings ١٩٨٤).

ويفضل المحاسبون في أمريكا اسم قائمة الدخل، كما يؤثرون عرضها في صورة تقرير، ويأخذون في الغالب بنظرية التكاليف المباشرة بحيث تسمح قائمة الدخل ببيان هامش الربح وتتضمن العناصر التالية (القاضي ١٩٩١):

البند			
المبيعات الصافية		XXXX	
يطرح تلكفة المبيعات المتغيرة		XXXX	
هامش الربح (الربح الحدي يطرح النفقات الدورية للنشاط العادي للمشروع			XXXX
نفقات إدارية	XXXX		
مصروفات بيع ثابتة	XXXX		
استهلاكات	XXXX		
تأمين	XXXX		
مجموع مصروفات النشاط العادي للمشروع			XXXX
الربح الناتج عن النشاط العادي للمشروع			XXXX
الإيرادات الأخرى غير المتصلة بالنشاط العادي			
إيرادات استثنائية	XXXX		
مكاسب رأسمالية	XXXX		
يضاف مجموع الإيرادات الأخرى غير المتصلة بالنشاط العادي			XXXX
			XXXX
يطرح مصروفات أخرى غير متصلة بالنشاط العادي			XXXX
نيتجة الإيرادات والمصروفات غير المتصلة بالنشاط العادي			XXXX
يطرح ضريبة الدخل			XXXX
الربح الصافي			XXX

يبدو من النموذج السابق أنه تم التمييز بين الإيرادات والمصروفات التي ترتبط ارتباطاً مباشراً بعمليات المشروع الرئيسية وتلك التي لاترتبط بالنشاط الرئيسي للمشروع، بالإضافة إلى المكاسب والخسائر الرأسمالية. وتظهر أهمية هذا النموذج لدى الإدارة في المشروعات الرأسمالية المتنافسة في مجال اتخاذ القرارات المختلفة وبخاصة قرارات الأسعار ومحاولة السيطرة على الأسواق. كما أنه تم بموجب هذه القائمة إظهار النفقات الإدارية على أنواعها على حدة دون

إدخالها بتكاليف الإنتاج لإظهار مدى كفاية موظفي الإدارة وتأثيرهم في امتصاص فائض الأرباح. وهكذا، تبدو أهمية قائمة الدخل في تحليل نشاطات المنشأة المختلفة وبالتالي مساعدة المستثمرين الوصول إلى القرار الاستثماري السليم. وتتبع قائمة الربح قائمة أخرى هي قائمة التوزيع أو قائمة الأرباح المحتجزة وهي جزء مكمل لقائمة الدخل. وتعرض هذه في صورة تقرير مختصر يظهر على النحو التالي:

– أرباح محجوزة مرحلة من العام السابق

+ صافي أرباح العام

المجموع XXXX

– الأرباح الموزعة XXXX

الأرباح المحجوزة XXX

والغرض من عرض قائمة الأرباح المحجوزة، هو بيان التغييرات التي طرأت على حقوق حملة الأسهم نتيجة التغير الذي طرأ على الأرباح المحجوزة (القاضي ١٩٩١).

٣– قائمة التدفقات النقدية:

غدت قائمة التدفقات النقدية مركز اهتمام مستخدمي القوائم المالية في العقد الماضي. وأصبحت الآن التطبيق العملي المعياري أو القياسي "Standard practice" للتحليل المالي في سوق الأوراق المالية، والبنوك التجارية، ومدراء الإقراض وغيرهم من المستثمرين لتقييم القوائم النقدية بالإضافة إلى القوائم المحاسبية عند صنع القرار (Morris and Associates ١٩٨٢).

إن تحليل النقدية يُظهر الكيفية التي تم فيها استخدام الموارد النقدية في الماضي. ويعتبر ذلك الخطوة الأولى باتجاه تقدير ووضع الخطط النقدية التي تمكّن مستخدمي القوائم المالية تقدير مقدرة المنشأة على خدمة ديونها، دفع أرباح أسهمها، وتواجه التزاماتها المستقبلية (Hull ١٩٩٠). وهكذا أصبح مهماً جداً التمييز بين التدفق النقدي والأرباح عند تقدير الازدهار الاقتصادي للشركة. يقول الأستاذ Higgins إن قائمة الدخل تقدم بعض المساعدة في هذا المجال، لكنها لاتقدم كامل القصة لسببين:

الأول: أنها تتضمن أرقاماً محاسبية، ليست تدفقاً نقدياً، كالمبيعات الآجلة.

الثاني: أنها تسجل التدفق النقدي المرافق لبيع البضائع والخدمات خلال الدورة المحاسبية. فهناك الكثير من القبوضات والمدفوعات غير النقدية التي تحصل خلال الدورة المالية

لكنها لاتظهر على قائمة الدخل مثل حصول المنشأة على قرض قصير وطويل الأجل، لايظهر على قائمة الدخل لكنه بنفس الوقت يزيد النقدية والأثر الوحيد لها على قائمة الدخل هو الفوائد المدفوعة. وهكذا فإن قائمة الدخل لاتقدم المعلومات الكافية عن التدفق النقدي (Higgins ١٩٨٤).

وهكذا، فإن التطورات في مهنة المحاسبة قد عكست اهتمامات مستخدمي القوائم المالية في تحليل النقدية، ولذلك أصدرت هيئة معايير المحاسبة الامريكية "FASB" القاعدة رقم ٩٥ التي تنص على قيام كافة المنشآت الاقتصادية بإعداد قائمة التدفقات النقدية حيثما يستدعي تقديم كامل للقوائم المالية، (كان يُقدم قبل ذلك قائمة التغير في المركز المالي). وكذلك الأمر في العام ١٩٩٢ صدرت القاعدة الدولية رقم ٧ والتي نصت على هذا التغير وذلك اعتباراً من عام ١٩٩٤ (الراميني، تموز ١٩٩٥، Hull ١٩٩٠).

لذلك، فالغرض من قائمة التدفقات النقدية هو تأمين معلومات عن المتحصلات النقدية والمدفوعات النقدية للوحدة الاقتصادية خلال فترة معينة. وهذه المعلومات مع المعلومات التي تؤمنها القوائم المالية الأخرى. يمكن أن تساعد المقرضين والدائنين والمستمرين، والمستخدمين الآخرين في تقييم (العراقي، ١٩٩٠):

أ- مقدرة الوحدة الاقتصادية على توليد أو إنتاج صافي نقدية موجبة في المستقبل.

ب- مقدرة الوحدة على مقابلة التزاماها ومقدرها على دفع التوزيعات، وحاجاها للتمول الخارجي.

ج- أسباب الاختلاف بين صافي الدخل وصافي التدفقات النقدية المشتركة معه.

د- تقييم آثار العمليات الاستثمارية والتمويلية خلال الفترة على الموقف المالي للوحدة.

وأهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية يأتي من كون أن الوضع النقدي للوحدة الاقتصادية يتأثر بعدد من العوامل ذات التأثير المتبادل مثل، ربحية المنشأة، معدل نمو مبيعات المنشأة، إدارة رأس مال المنشأة، مدفوعات المنشأة لفوائدها وضرائبها. وهكذا، فإن تدهور نسب الربحية للمنشأة ينبغي اعتباره مؤشراً على وضع خطر يواجه المنشأة. فغالباً مايكون تغير اتجاه هكذا تدهور من الصعوبة بمكان، وإذا لم تتعدل نسب الربحية هذه من خلال معدل أرباح جوهرية، فإن هناك استمرارية للآثار السلبية على التدفق النقدي للمنشأة. أما تحويل النقدية إلى رأس المال العامل لايشكل دائماً خطراً على المنشأة، فغالباً مايمكن إعادة تحويلها بسهولة إلى نقدية وخصوصاً إذا ترافق ذلك مع عناية كبيرة من إدارة المنشأة. إن نمو رأس المال العامل يمكن أن

لايعتبر عاملاً سلبياً على الإطلاق، خصوصاً إذا ترافق ذلك مع زيادة في معدل المبيعات مع هامش ربح قوي (Hull ١٩٩٠).

وحتى تحقق قائمة التدفقات النقدية الهدف منها فقد تم تصنيف التدفقات النقدية حسب النشاط الذي ينتج أو يستخدم هذه التدفقات. ووفقاً للمعيار الأمريكي رقم ٩٥ والقاعدة الدولية رقم ٧ فقد تم تبويب قائمة التدفقات النقدية إلى (القاضي ١٩٩٤، Hull ١٩٩٠، العراقي ١٩٩٠، الوابل ١٩٩٤):

١- أنشطة تحويلية أو تشغيلية.

٢- أنشطة استثمارية.

٣- أنشطة تمويلية.

ويمكن القول إن الأنشطة التشغيلية تتعلق بجميع بنود قائمة الدخل، فهي تعكس الآثار النقدية للعمليات والأحداث الأخرى التي تدخل في تحديد صافي الدخل. كما تتعلق ببعض بنود المركز المالي التي ترتبط بالعمليات التشغيلية مثل: حساب رأس المال العامل كالمدينين والمخزون والمدفوعات المقدمة، وحسابات الدائنين، والبنود المستحقة. كما تشمل جميع العمليات والأحداث التي ليست أنشطة استثمارية أو أنشطة تمويلية. ولايدخل ضمن الأنشطة التشغيلية المفردات الاستثنائية والمكاسب والخسائر غير التشغيلية ويقرر عنها إما كأنشطة استثمارية أو كأنشطة تمويلية (العراقي ١٩٩٠).

وتشمل التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية (FASB ١٩٨٧):

١- النقدية المحصلة من مبيعات السلع والخدمات، بالإضافة إلى النقدية المحصلة من العملاء الناتجة من المبيعات الآجلة.

٢- النقدية المحصلة من العائدات على القروض وأدوات الدين وأدوات الملكية في الوحدات الاقتصادية الأخرى والتي تتمثل في متحصلات الفوائد والتوزيعات.

٣- جميع المتحصلات النقدية الأخرى التي لاتنتج من أنشطة تمويلية أو استثمارية مثل المبالغ المحصلة من تسوية قضية قانونية، والمتحصلات من التأمين الذي لايرتبط بأنشطة تمويلية أو استثمارية واسترداد الأموال من الموردين.

أما التدفقات النقدية الخارجة الناتجة عن الأنشطة التشغيلية فتشمل مايلي:

١- المدفوعات النقدية للحصول على مواد التصنيع أو الحصول على بضاعة لإعادة بيعها والمدفوعات لسداد المشتريات على الحساب.

٢- المدفوعات النقدية للعاملين ولموردي السلع الأخرى والخدمات.

٣- المدفوعات النقدية للحكومة مثل الضرائب والرسوم والغرامات.

٤- المدفوعات النقدية الأخرى - التي لاتنتج من أنشطة تمويلية أو استثمارية - مثل المدفوعات لتسوية قضايا قانونية، والمساهمات النقدية في المؤسسات الخيرية والنقدية المرتجعة للعملاء (FASB ١٩٨٧).

أما الأنشطة الاستثمارية فتتضمن الأنشطة التي تتعلق بعمليات اقتناء الاستثمارات التي لاتعتبر معادلة للنقدية (فالاستثمارات المعادلة للنقدية Cash equivalent هي عبارة عن الاستثمارات قصيرة الأجل التي تتميز بدرجة عالية من السيولة) (الوابل ١٩٩٦).

كما أنها تشمل عمليات اقتناء الأصول الثابتة والمنتجة والاستغناء عنها، كما تتضمن القروض التي تقدمها المنشأة للغير وتحصيل هذه القروض (د.القاضي ١٩٩٤).

وتشمل التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة الاستثمارية مايلي:

١- المتحصلات من بيع أسهم وسندات المنشآت الأخرى.

٢- المتحصلات من بيع الأصول الثابتة المنتجة.

٣- المتحصلات من تحصيل أو بيع القروض التي أبرمتها المنشأة مع الغير، أو المتحصلات من ديون المنشآت الأخرى التي سبق أن اشتريت بواسطة المنشأة.

كما أن التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة الاستثمارية فتشمل مايلي:

١- سداد قيمة الاستثمارات في أوراق مالية لمنشآت أخرى.

٢- سداد ثمن شراء الأصول الثابتة.

٣- صرف النقدية للقروض التي منحتها المنشأة للغير أو سداد قيمة الديون أو الكمبيالات الخاصة بالغير والتي حلت المنشأة محلها في عملية السداد (شراء ديون منشآت أخرى).

بينما تشمل الأنشطة التمويلية المصادر التي تحصل عليها المنشأة من الملاك ومايحصل عليه الملاك من توزيعات كعائد على استثماراتهم، كما تشمل المتحصلات من إصدار السندات والقروض وأوراق الدفع، وسداد هذه الالتزامات دون الفوائد المسددة عنها (FASB ١٩٨٧).

وبالنسبة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية التي لاتتضمن تدفقات نقدية فيجب أن يتم التقرير عنها في آخر قائمة التدفقات النقدية وبشكل منفصل عن مجموعات الأنشطة الثلاثة

للتدفقات النقدية، أو أن يتم التقرير عنها بالتذييل أو التهميش. ومن أمثلة تلك العمليات تحويل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، أو شراء أصل ثابت مقابل إصدار قرض سندات، أو الإعلان عن التوزيعات التي سيتم دفعها في العام القادم (القاضي ١٩٩٤، الوابل ١٩٩٦).

وقد قدم السيد روبرت هيجنز Robert C. Hlggins المعادلة التالية في حال إعداد قائمة التدفقات النقدية مراعياً الجوانب أو الأنشطة الثلاث التي بوّبت على أساسها قائمة التدفقات النقدية وهذه المعادلة هي:

التدفق النقدي من العمليات التشغيلية = الإيرادات الصافية + الأعباء غير النقدية

Cash flow from operation = Earnings + nonecash charges

والمقصود بالأعباء غير النقدية هي أن المحاسبين يسجلون عدداً من النفقات التي لاتتطلب إنفاقاً نقدياً "Cash outlays" خلال العام. وتظهر هذه الأرقام على قائمة المركز المالي على شكل زيادة في حسابات المطاليب مثل الزيادة في حسابات الزبائن والسندات والضرائب المستحقة أو المؤجلة والرواتب المؤجلة. وبنفس الوقت فإن المحاسبين أيضاً يتجاهلون عدداً من التدفقات النقدية والتي تظهر على قائمة المركز المالي على شكل زيادة في حسابات الموجودات مثل الزيادة في المخزون والنفقات المدفوعة مقدماً. وكذلك فإن المحاسبين لم يميّزوا بين المبيعات النقدية والمبيعات الآجلة عند قياس الإيرادات وبما أن المبيعات الآجلة لاتقدم أي تدفق نقدي حتى يتم تحصيلها لذلك يجب تخفيض الزيادة في الحسابات الآجلة (الزبائن) حتى يتم حساب النقدية المقدمة من العمليات التشغيلية. وبالمختصر يمكن القول أن كل زيادة في المطاليب ونقص في الموجودات يعتبر مصدراً من مصادر التدفق النقدي وكل نقص في الموجودات وزيادة في المطاليب يعتبر استخداماً للتدفق النقدي (Higgins ١٩٨٤). هذا ويتم إعداد قائمة التدفقات النقدية وفق إحدى الطريقتين (Hull ١٩٩٠):

١- الطريقة المباشرة: التي تعتمد على تحليل صافي الأرباح إلى بنوده من إيرادات ومصاريف وإظهار صافي التدفقات النقدية لكل منها على حدة مثل صافي النقد المحصل من المبيعات وصافي النقد المدفوع عن المشتريات، ويتم ذلك وفق مايلي:

التدفق النقدي من العمليات التشغيلية

النقد المحصل من العملاء عن المبيعات الآجلة	XXX
ويحسب وفق مايلي، المبيعات – (الزيادة في حسابات الذمم المدينة)	
يطرح – الدفعات النقدية للموردين والعاملين – وتحسب	– (XXXX)

تكلفة البضاعة المباعة + الزيادة في المخزون – (+ الزيادة في حسابات
الموردين) + النفقات الإدارية ونفقات البيع – (+ الزيادة في
النفقات المتراكمة + الزيادة في النفقات المقدمة)

تطرح – الضرائب المدفوعة = (المبلغ الظاهر على قائمة الدخل – الزيادة في الضرائب المستحقة للدفع – الزيادة في الضرائب المؤجلة) أو تضاف	± (XXXX)
تطرح – الفوائد المدفوعة = حسبما تظهر على قائمة الدخل	– (XXXX)
صافي النقدية المقدم من خلال النشاطات التشغيلية	XXXX
التدفق النقدي من العمليات الاستثمارية	
± النفقات الرأسمالية الصافية = الزيادة في الموجودات الصافية + الاستهلاكات	± (XXXX)
التدفق النقدي من العمليات المالية	± (XXXX)

الزيادة أو النقص في القروض الصافية من البنوك	± (XXXX)	
مدفوعات أقساط القروض طويلة الآجل	– (XXX)	
+الأرباح المتراكمة من إصدار الديون طويلة الأجل	+ XXX	
صافي التدفق النقدي المقدم من النشاطات التمويلية	XXXX	XXXX
الزيادة أو النقص في النقدية والنقدية المعادلة "Cash equivalent"		± (XXXX)
النقدية أو النقدية المعادلة في بداية السنة		XXXX
النقدية والنقدية المعادلة في نهاية السنة		XXXX

٢– الطريقة غير المباشرة: وبموجب هذه الطريقة يتم البدء بصافي الدخل الظاهر في قائمة الدخل ويتم تعديله ببعض التسويات اللازمة للوصول إلى صافي التدفقات النقدية من عمليات التشغيل. وسميت بالطريقة غير المباشرة نظراً لأنها تبدأ بصافي الدخل وفقاً لأساس الاستحقاق، ثم تحويله بعد ذلك إلى الأساس النقدي، كما أنها إلى جانب صافي الدخل – تُظهر التغييرات في بعض الحسابات الخاصة بقائمة المركز المالي ذات العلاقة بالأنشطة التشغيلية (الوابل ١٩٩٦). ويمكن أعدادها حسب المعادلة السابقة التي تبدأ بـــ

صافي الإيرادات + الأعباء غير النقدية

وتشمل الأعباء غير النقدية على الاستهلاكات + المؤونات + الزيادة في المطاليب + النقص في الموجودات – الزيادة في الموجودات – النقص في المطاليب (Higgins ١٩٨٤).

وهكذا يبدو واضحاً أهمية إعداد قائمة التدفقات النقدية، إلا أنه وحتى تحقق القائمة الهدف من إعدادها لابد أن يترافق عرضها مع تحليل عدد من المؤشرات والنسب المالية المتعلقة بالربحية ورأس المال العامل ورأس المال العامل الصافي والمديونية ... (Hull ١٩٩٠). إن مايهم المستثمرين والمحليين الماليين ليس تكاليف الاستثمار المعروفة بل النفقات النقدية " " المطلوبة وأوقات هذه التدفقات. فالمحللون الماليون لايهتمون بالأرباح التي تتحقق في الفترة الزمنية الأولى بل بالتدفقات النقدية في تلك الفترة (Bierman ١٩٨٤).

المبحث الثالث

أهم المعايير والمؤشرات المستخدمة
في تحليل القوائم المالية

من أهم الأمور في مجال تحليل القوائم المالية التي تقدمها الوحدة الاقتصادية هو تزويد الفئات المهتمة بالمعلومات المفيدة لإتخاذ القرار الاستثماري السليم. وتتكون هذه القوائم من قائمة المركز المللي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفق النقدي. إن تحليل القوائم مثل تحليل رأس المال العامل الصافي، والتدفق النقدي، يرجع إلى تقييم المعلومات المقدمة في كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل. في حين أن تحليل رأس المال العامل الصافي وتحليل التدفق النقدي يركز على وضع السيولة بالنسبة للمنشأة فإن تحليل القوائم المالية يشمل البحث في اتجاهات ثلاثة لأعمال المنشأة (Hobbs ١٩٨٤). هي:

١- السيولة Liguidity : مقدرة الوحدة الاقتصادية على مواجهة أعباءها المالية في حدود مدة الاتفاقيات المعقودة.

٢- الربحية Profitabelity : مقدرة الوحدة الاقتصادية على خلق الأرباح.

٣- المقدرة التمويلية(الرافعة المالية) Leverage : حجم تمويل الوحدة الاقتصادية بديون قصيرة أو طويلة الأجل.

إن تفحصاً شاملاً للمقاييس الكمية لكل من السيولة، الربحية، والمديونية يساعد المهتمين من الممولين والدائنين وغيرهم على تقييم مقدرة الإدارة على الاحتفاظ بتوازن مقبول فيما بينهم ومقدرتها وكفاءتها في توجيه عمليات الشركة. فالنتيجة التي يصل إليها هؤلاء من تحليلاتهم للنشاطات الماضية والحالية للوحدة الاقتصادية تساعدهم في تقرير ما إذا كانوا سيزيدون من تعهداتهم التمويلية أو يحتفظوا بالنسبة التي قدموها أو يخفضوا نسبة مشاركتهم التمويلية (Serraino and associates ١٩٨١).

لكن وبالرغم من الفوائد الكثيرة لاستخدام النسب المالية فإن هناك نقطتي ضعف يجب التركيز عليهما قبل المضي بتفاصيل أكثر في تحليل القوائم المالية من خلال النسب هما:

١- على المهتمين بتحليل القوائم المالية إدراك وفهم الوضع المالي للمنشأة في الماضي والحاضر والمستقبل. إن صحة وكمال وشمولية المعطيات التاريخية يمكن أن تقدم معلومات ذات قيمة عن ما حصل في الماضي، والمعلومات المالية المعاصرة يمكن أن تقدم معطيات مفيدة يمكن بموجبها إدارة ومراقبة وتصحيح العمليات الحالية او المستقبلية. إلا أنه لايمكن أن تعمم التجارب والممارسات التي حصلت

في الماضي على الحاضر والمستقبل بشكل ميكانيكي لأن ذلك قد يؤدي إلى فشل المنشأة (Hobbs ١٩٨٤) فالظروف والأحوال تتصف بالاختلاف الدائم – حتى ضمن فترة قصيرة جداً –، وبالرغم من أن أحداث المستقبل يمكن أن تتاثر بنشاطات الحاضر والمستقبل، فإن حقائق الغد هي التغيير، والمخاطرة وعدم اليقين. بالمختصر فإن الصلة، وقوة الدفع والتي تتحقق من خلال الأداء المالي للحاضر والماضي يمكن أن تكون صحيحة لفترة مستقبلية قصيرة جداً.

٢- إن تحليل القوائم المالية يعتمد على محاكمات تجريبية أكثر منه إجراءات ميكانيكية أو عمليات تستند على قواعد صارمة. بالرغم من أن المحللين الماليين غالباً مايضعون مجموعات من النسب المالية المتشابهة خلال بحوثهم، فإنه من الممكن لمجموعتين من المحللين الماليين من الوصول إلى نتائج مغايرة، من خلال فهمهم أو سلوكهم لاتجاهين مختلفين في تحليلهم لنفس المعلومات المالية لمنشأة ما (المصدرنفسه).

إن من أكثر المشكلات التي تواجه مستخدمي القوائم المالية صعوبةً، هو التنوع غير المحدود للنسب المالية والعلاقات الإحصائية التي يمكن حسابها من الكميات الهائلة للمعلومات المحتواة في القوائم المالية (Gitman ١٩٨٤). كما ان الأرقام التي تنتج عن إستخدام النسب المالية يمكن أن تعطي قرارات مختلفة كما أن هذه الارقام المستخدمة تتأثر بعوامل قد تختلف من سنة لأخرى وقد تختلف من منشأة لأخرى داخل الصناعة الواحدة، يقول الدكتور صافي فلوح إن هناك العديد من المشاكل في استخدام النسب المالية أهمها (فلوح ١٩٨٧):

١- مشكلة اختيار الأساس السليم للمقارنة: فالنسب المالية ليست وحدة قياس واحدة بالنسبة للجميع، إن نسبة التداول المرتفعة مثلاً هي ظاهرة جيدة بالنسبة للمقرضين لكنها من الناحية العملية يمكن أن تكون مؤشراً عن إدارة متحفظة ومؤشراً على وجود نقدية عاطلة غير مستثمرة. كذلك الأمر وعلى اعتبار أن قائمة المركز المالي هي صورة ساكنة لوضع المنشأة في لحظة إعدادها، فإن أي تغيير في الموجودات المتداولة أو الديون قصيرة الأجل في اليوم التالي لإعداد الميزانية يؤثر بشكل كبير على هذه النسبة.

٢- مشكلة اختلاف ظروف المقارنة: لأن العوامل التي تؤثر على نشاطات المنشأة أو على نشاط المنشآت الاخرى من نفس الصناعة قد تختلف من عام لآخر هذا الاختلاف يؤدي إلى الاختلاف في إنجاز المنشأة من عام لآخر ومن منشأة لأخرى وبالتالي يجعل ظروف المقارنة والاعتماد على نتائجها غير دقيقة، لذلك لابد من أخذ هذه الظروف بعين الاعتبار حين إجراء المقارنة.

٣- مشكلة التغيير في قيمة النقد: لأن المحاسبة تعتمد على النقود كمقياس متجانس لقياس وتحديد قيم عمليات اقتصادية غير متجانسة، وتسجل المحاسبة قيودها وكأن النقد ثابت خلال الزمن،

لاتنخفض قيمته في فترات التضخم وخصوصاً في الأجل الطويل. واختلاف قيمة النقد على هـــذا الشكل يؤدي إلى أن المقارنات عبر الزمن لإنجاز المنشأة وبالأسعار الجارية تفقد الكثير من قيمتها.

وهكذا، وحتى تحقق عملية التحليل المحاسبي هدفها باستخدام النسب كمؤشرات عن الأوضـاع الاقتصادية للمنشأة، فإن النسب المالية يجب أن تستخدم إما التحليل الأفقي أي تحليل الصناعة "Cross-sectional or industry analysis" أو تستخدم التحليل التاريخي أي التسلسل الزمني "Time series or historical analysis". ويجب استخدام كلا التحليلين حينما يكون الأمر ممكنـــاً، حـــتى يمكـــن مساعدة المهتمين من مستثمرين ودائنيين وملاكين في تقدير انجاز المنشأة واتجاهاته (Johnson ١٩٨٢).

إلا أنه على المحلل المالي حال استخدام النسب في التحليل الأفقي، الذي هو مقارنة النسب المالية المحسوبة للمنشأة مع مثيلاتها من النسب المالية للمنشآت الأخرى من نفس الصناعة ونفس الحجـــم أن يقوم بذلك بعناية، فكلما تنوعت واختلفت المنشآت كلما ازدادت صعوبة مقارنة نسبها مـــع نســـب الصناعة. علاوة على ذلك فإن التصنيف الجيد من قبل الصناعة مهم لأن هناك اختلافـــات واســـعة في ميزات النسب المالية للصناعات المختلفة. حتى ضمن الصناعة الواحدة، فإن النسب للمنشآت الفرديـــة سوف تختلف بشكل ملحوظ استناداً إلى حجم المنشأة، والخدمات التي تنجزها (Higgins ١٩٨٤).

أما في حال استخدام المحلل المالي للمعيار الثاني لتحليل الوضع المالي للمنشأة والذي يتعلـــق في السجل التاريخي لإنجاز المنشأة. إن مقارنة كهذه تعتبر هامة لأنه لاتوجد منشأة واحدة يمكـــن تعطـــي النسب نفسها التي أعطتها عينة الشركات من الصناعة نفسها. إننا نحتاج إلى نسب تعكس حجم وعمـر شركة محددة حتى نقرر فيما إذا كان وضعها ينمو أو يسير نحو الأسوأ. حتى إن هذا المعيار غير معصـــوم عن الخطأ لأن حجم وطبيعة عمل الشركة يمكن أن يتغير عبر الزمن. على أي حال فأن محاكمة جيـــدة مع تحليل مستوى الصناعة واتجاهاتها يجب أن تمكن المدير المالي من أن يطور صورة صحيحة عن كيفيـة أداء المنشأة في الماضي وليقيم بشكل أفضل العمليات والنشاطات المالية والوضـــع المـــالي (Johnson ١٩٨٢).

وفي دراسة للدكتور فوزي غرايبة وريما يعقوب حول استخدام النسب المالية في التنبؤ بتعـــثر الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، تبين أن الأساليب التقليدية تستخدم في التحليـــل المـــالي النسب المالية المختلفة كل على انفراد عند تحليل القوائم المالية للمنشآت، ونظراً لتعـــدد اســـتعمالات النسب المالية، قد يعكس استخدام إحداها صورة عن الوضع المالي للمنشأة تختلف عن تلك التي يمكـــن أن تعكسها نسب مالية أخرى. كما أنه من المفيد معرفة أي النسب المالية أقدر من غيرها على تقييم قوة

أو ضعف المنشأة، وأي من هذه النسب التي إذا ما استخدمت مجتمعة يمكنها ان تعطي تنبؤاً دقيقاً عن فشل أو تعثر الشركة.

وقد استهدفت الدراسة التوصل إلى أفضل مجموعة من النسب المالية التي يمكن استخدامها للتنبؤ بتعثر الشركات لأهميته البالغة بالنسبة لكل من المستثمرين والمقرضين والإدارة وجهات أخرى عديدة. وقد تم تحليل ثلاثين نسبة مالية باستخدام الأسلوب الإحصائي التمييزي للتوصل إلى أفضل نموذج من النسب المالية يمكنه التمييز بين الشركات المتعثرة والشركات غير المتعثرة، وتم التوصل إلى نموذج يتضمن النسب التالية:

- التدفق النقدي إلى صافي الأصول.
- صافي الربح إلى مجموع الالتزامات.
- حقوق المساهمين إلى مجموع الالتزامات.
- حقوق المساهمين إلى الموجودات الثابتة.
- المبيعات إلى مجموع الأصول.
- المبيعات إلى حقوق المساهمين.

وتمكن النموذج من التنبؤ بتعثر الشركات بدقة تعادل ٩٤,٤% في السنة الثانية قبل التعثر، و٩٣,٨% في السنة الثالثة قبل التعثر و٧٣,٣% في السنة الرابعة قبل التعثر. وقد أثبت النموذج الذي تم التوصل إليه في هذه الدراسة كفاءة عالية في التنبؤ بتعثر الشركات ولعدة سنوات قبل التعثر (غرايبة وزميله ١٩٨٧).

هكذا، فإن الإستفادة من النسب المالية في التحليل المالي يجب أن يكون ضمن نماذج متماثلة وليس اعتباطياً ومختلفاً. لذلك، فإن أغلب المحللين الماليين يقترحون استخدام أربع نماذج أساسية من النسب تتوافق مع القوائم المالية هي (Gitman ١٩٨٤, Hobbs ١٩٨٤, Jonson ١٩٨٤):

١- نسب السيولة: وتقيس المقدرة على مواجهة الديون قصيرة الأجل.
٢- نسب النشاط أو الاستخدام: وتقيس مدى استخدام الموجودات لدعم وخلق المبيعات.
٣- نسبة التمويل أو الرافعة المالية - مدى استخدام الديون في تمويل الموجودات.
٤- نسب الربحية : وتقيس العائد على الاستثمارات، وفعالية المنشأة في تحقيق هامش ربح ومعدل عائد جيد.

١ – نسب السيولة Liquidity ratios:

تعتبر من أهم النسب التي تحدد مقدرة الشركة على مواجهة التزاماتها المالية السائلة حين استحقاقها. إن المنشأة غير القادرة على تسديد أو مواجهة التزاماتها المالية تعتبر في حكم الإفلاس، وأن الدائنين غير الراضين عن عمل المنشأة قد يجبروا المنشأة على الإفلاس (Higgins ١٩٨٤, Moorand hobbs ١٩٨٤). فكلما كانت سيولة الشركة قليلة كلما كانت المخاطرة عالية "The less liquid, the firm, the greater the risk" (Johnson ١٩٨٤). إن هذا النوع من تحليل سيولة المنشأة يتمحور حول العلاقة بين الأصول المتداولة والمطاليب المتداولة، والسرعة التي يتم بموجبها تحويل البضائع في المخزن إلى نقدية ويتم فيها تحصيل الديون من الزبائن في غضون الأعمال الطبيعية للمنشأة.

وتعبّر هذه النسبة عن صافي رأس المال العامل، ولايمكن تحديد نسبة معينة لأخذها كمعيار للحكم على سيولة المشروعات، لأنها يمكن ان تختلف حسب طبيعة نشاط المشروع من جهة، وأن الحكم على كفايتها يرتبط بعدد من المؤشرات، إلا أنه يمكن القول أن سيولة المشروع تكون جيدة عندما تكون هذه النسبة ٢ : ١ أي عندما تكون الموجودات الجاهزة والمتداولة ضعف الديون قصيرة الأجل (فلوح ١٩٨٧). وأن النسب الأساسية لقياس سيولة المنشأة:

$$\text{١ – نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

إذا كانت هذه النسبة منخفضة فإن ذلك مؤشر على أن المنشأة تعاني من ضائقة مالية، أما إذا كانت مرتفعة بشكل كبير فإن ذلك يدل على أن الموارد المالية لاتستخدم بشكل جيد واقتصادي، فربما يكون في المخزون بعض البضائع التالفة والتي لاتزال تحسب ضمن موجودات المنشأة، أو ربما أن حساب الزبائن مرتفع بشكل كبير، أو ربما هناك نقدية جاهزة في الصندوق لاتجد طريقها إلى الاستثمار (Johnson ١٩٨٤).

الدكتور صافي فلوح يقول إن هذه النسبة لاتعطي إلا فكرة أولية عن سيولة المشروع، وقد يكون الحكم من خلالها مضللاً في بعض الأحيان. فمن المعلوم أن الموجودات المتداولة والجاهزة تشمل عناصر مختلفة، من أهمها، المخزون، الأوراق المالية وحسابات الزبائن وأوراق القبض والأموال الجاهزة في الصندوق والمصرف، لذلك فإن اختلاف تشكيل هذه العناصر مع بقاء مجموع الموجودات المتداولة والجاهزة ثابتاً، يغير في السيولة الحقيقية للمشروع دون أن يظهر ذلك من خلال نسبة التداول (فلوح ١٩٨٧).

إن نسبة التداول هذه لاتعطي مقياساً دقيقاً عن سيولة المنشأة، لذلك فإن المحللين الماليين غالبـــاً مايفضلون اللجوء إلى نسبة التداول السريعة. هذه النسبة لاتأخذ بعين الاعتبار البضائع في المخـــزن نظراً لصعوبة تحويلها إلى نقدية وتحسب من خلال:

2- نسبة التداول السريعة = $\frac{\text{الموجودات المتداوالة – البضائع في المخزن}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$

والسبب في تخفيض البضائع في المخزن "inventory" من الموجودات المتداولة هـــو صعوبـــة تحويلها إلى أموال سائلة. فخلال ظروف الكساد أو الإفلاس، الشركة أو دائنيها يمكن أن لايحصلـوا على القيمة الدفترية لبيع البضاعة الموجودة في المخزن. في الحالات النموذجية لبيـــع المخـــزون في ظروف كهذه، يحصل البائعون على 40% أو أقل من القيمة الدفترية للبضاعة المباعـــة (Higgins 1984). لذلك لا يمكن اعتبار البضائع من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية كما هـــو الحال بالأوراق المالية القابلة للخصم والسندات السوقية "Marketable security".

3- النسبة الثالثة التي تقيس سيولة المنشأة هي نسبة الجاهزية النقدية وهي تقيس نســـبة الأمـــوال الجاهزة وشبه الجاهزة إلى الديون قصيرة الأجل (د. فلوج 1987).

$\frac{\text{الاموال الجاهزة وشبه الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$

وتتشكل الأموال الجاهزة وشبه الجاهزة من الأموال الجاهزة في الصندوق، الأموال المودعة تحت الطلب في المصارف وأوراق القبض القابلة للخصم والأوراق المالية القابلة للبيع في ســـوق الأوراق المالية (المصدر نفسه).

وحالما تصبح الشركة في حالة نقص من حيث السيولة، فإن من المؤكد أنها ستواجه صعوبـــة في دفع دائنيها التجاريين حين الطلب. وللكشف عن اتجاهات كهذه يمكن حساب النسب التالية الـــتي تتعلق بمعدل دوران الديون المستحقة الدفع ومتوسط الزمن المسموح للدفع، لتحديد مـــاإذا كـــان هناك سيولة كافية في الوقت المحدد لتسديد الالتزامات.

1- معدل دوران الديون المستحقة الدفع = $\frac{\frac{\text{تكلفة البضاعة}}{\text{المباعة}}}{\text{الحسابات المستحقة الدفع}}$
Payable turnover

وهذه النسبة تناظر نسبة المقبوضات المستحقة "Recievable turnover" وهي تعطي عدد المرات التي تدفع فيها الشركة ديونها في السنة فإذا كانت النسبة /٦/ مثلاً هذا يعني أن الشركة يجب أن تدفع ديونها كل شهرين. ومن ثم يجب حساب النسبة الثانية وهي:

$$\text{متوسط الزمن المسموح للدفع} = \frac{\text{الديون المستحقة الدفع}}{\text{تكلفة البضاعة المباعة} \div ٣٦٠} = \frac{\text{الديون المستحقة الدفع}}{\text{تكلفة البضاعة المباعة في اليوم}}$$

وبذلك نحصل على المتوسط الزمني (عدد الايام) التي تستطيع الشركة أن تدفع خلالها ديونها. ومن ثم نقارن هذا الزمن مع متوسط الصناعة لمعرفة فيما إذا كانت المنشأة ضمن الزمن الحرج أو المسموح به أم لا (Johnson ١٩٨٤).

٢- نسب النشاط أو الاستخدام Activity utilization ratios:

هذه النسبة تقيس مدى استخدام الشركة لأصولها بشكل جيد سواء كان كامل الأصول أو الأصول طويلة الأجل، وغيره مما يحتويه إجمالي الأصول كالديون المستحقة القبض واستخدامها للمخزون في توليد المبيعات.

$$\text{آ- معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ومن ثم نقارن هذه النسبة مع متوسط الصناعة لبيان مدى انسجامها مع متوسط الصناعة أم لا، ومدى استخدام المنشأة لأصولها مقارنة بالمنشآت المثيلة.

ب- معدل دوران الأصول الثابتة: وتقيس زيادة الموجودات الثابتة إلى صافي المبيعات أو مدى استخدام الموجودات الثابتة في توليد المبيعات وتحسب وفق النسبة التالية:

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

وأيضاً تقارن هذه النسبة مع متوسط الصناعة لمقارنة فعالية الأصول الثابتة في توليد المبيعات مقارنة مع غيرها من المنشآت المشابهة.

إن حساب هذه النسبة يجب أن يرافقها حساب نسب أخرى تتعلق بمعدل دوران الديون المستحقة القبض، ومتوسط الزمن المسموح لتحصيل هذه الديون ومقارنتها مع متوسط الصناعة

ومع نسب معدل دوران الديون المستحقة الدفع ومتوسط الزمن المسموح للدفع أيضاً وتحسب هذه النسب وفق مايلي:

آ- معدل دوران الديون المستحقة القبض = (المبيعات الصافية) / (الديون المستحقة القبض)

ب- متوسط تحصيل الديون المستحقة = (الديون المستحقة القبض) / (المبيعات الصافية ÷ ٣٦٠) = (الديون المستحقة القبض) / (صافي المبيعات اليومي)

في بعض المنشآت التي تكون مبيعاتها فصلية، فإنه يجب إعطاء عناية أكبر عند تطبيق معدل دوران الديون المستحقة القبض. فإذا زادت المبيعات في الأشهر الأخيرة من السنة فإن حساب الديون المستحقة القبض في نهاية السنة سيعكس تضخماً في المبيعات. وبمقارنة هذه الحسابات مع المبيعات للسنة كلها فإننا سنحصل على نتيجة مضللة لأن المبيعات للعام بكامله لاتقدم مبيعات عالية كما هي في الأشهر الأخيرة. وفي هذه الحالة، يُفضل مقارنة المبيعات بالمعدل الوسطي للحسابات المستحقة القبض.

وهذه النسبة كغيرها من النسب الأخرى يمكن أن تكون عالية جداً أو منخفضة جداً. إن معدل دوران عالي للديون المستحقة القبض، يمكن أن يكون مؤشراً لسياسة ائتمانية متشددة تكون فيها المبيعات الآجلة ضئيلة بالنسبة للمبيعات النقدية.إن العلاقة بين متوسط الفترة الزمنية لتحصيل ديون الشركة ومتوسط الفترة الزمنية لتسديد ديونها مهم جداً بالنسبة لدورة النقدية بالشركة ولوضع سيولتها. بشكل نموذجي، الشركة ترغب في الحصول على فترة ائتمان جيدة من دائنيها، كما أنها ترغب أن تعطي زبائنها فترة ائتمان جيدة أيضاً (Horngren ١٩٨٧).

جـ- معدل دوران المخزون: تقاس سرعة تدفق النقود من خلال البضائع، ومدى حداثة ذلك المخزون. إن معدل دوران المخزون يشير فيما إذا كانت البضاعة مُعابة أو أنها كثيرة بالنسبة لكمية المبيعات وتقاس هذه النسبة بـ

معدل دوران المخزون = (تكلفة البضاعة المباعة) / (المخزون)

إن معدل دوران مخزون منخفض النسبة يشير إلى العديد من الاحتمالات. على المدير أن يوفق بين أن لايكون لديه مخزون في بعض الأحيان أو أن يحتفظ بمخزون كامل وأكثر من حاجة الشركة.

إن نسبة منخفضة لمعدل دوران المخزون تشير إلى أن المدير يعتمد على الاحتفاظ بمخزون كـامل في مستودعاته.

وعندما يكون معدل دوران المخزون منخفضاً بشكل كبير فإن ذلك يدل على أن هناك احتمالاً لوجود مخزون تالفٍ أو صعب تصريفه. أما إذا كان لدينا معدل دوران مخزون عـالي في خطـوط الإنتاج، فإن ذلك مؤشر على أن المنشأة قد تضطر إلى إقفال خطوط الإنتاج لأنها سـتصل إلى أن تكون بدون مخزون من المواد الأولية اللازمة للإنتاج وبالتالي توقف خطوط الإنتاج. أمـا معـدل دوران مخزون عالي في حال البضائع الجاهزة، فإن ذلك يضع المنشأة أمام خسارة لبعض أرباحـها بسبب عدم توفر البضائع اللازمة لتلبية طلبات زبائنها. ومن الممكن أن تكون معدل دوران عـالي للمخزون نتيجة لسياسة تسعير منخفضة جداً لمنتجاتها (Higgins ١٩٨٤). وكغيرها من النسـب يجب مقارنة نسبة معدل دوران المخزون مع نسب معدل دوران المخزون لمتوسط الصناعة لمعرفـة مثيلاتها من الصناعات والوقوف على سلامة المخزون نظراً لأهمية المخـزون في سـيولة الوحـدة الاقتصادية.

٣- نسب التمويل Finacial leverage ratios:

وتوصف على أنها تبديل التمويل بالملكية بالتمويل بالدين في شركة ما. إن تحقيق درجة مناسـبة من الرافعة المالية لشركة ما هو المسؤولية الأساسية للمدراء الماليين فيها. بشكل عام، فإن طبيعـة عمليات الشركة وموجوداتها تؤثر على الرافعة المالية وطريقة التمويل التي يمكن أن تتبعها. علـى أي حال، الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بدرجة عالية وثابتة من التدفق النقدي يمكن وبشكل آمـن أن تتبع سياسة مالية تعتمد على الدين أكثر من الوحدات الاقتصادية التي تواجه درجة كبـيرة مـن تأثرات السوق الغير ثابتة (Higgins ١٩٨٤, Horngren ١٩٨٧)

$$\text{وتحسب نسبة المديونية أو التمويل} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

إن أكثر الطرق اتباعاً هو مقارنة إجمالي مطاليب الشركة إلى القيمة الدفترية لموجوداتهـا أو إلى حقوق المساهمين=

$$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

إن النسبة الأولى، الديون إلى إجمالي الموجودات تعطينا نسبة مساهمة الدائنيين في تمويل موجودات الشركة. أما النسبة الثانية فتشير إلى حجم مساهمة الدائنيين في كل ليرة تقدم من قبل المالكين(Higgins ١٩٨٤).

إن نسبة مرتفعة لإجمالي الديون بالنسبة لإجمالي الموجودات تشير إلى أن فرصة الحصول على تمويل بالدين أصبحت ضعيفة، أو أن الحصول على تمويل إضافي بالدين أصبح مكلفاً أكثر. في الحقيقة، فإن الضغوط من دائني الشركة سوف تقيد نشاطات الشركة في الكثير من مجالاتها.

أما إذا كانت نسبة الديون إلى الموجودات منخفضة جداً فذلك يشير إلى حرمان المنشأة من التمويل بالدين ذي الكلفة الأقل وبالتالي التقليل من فرصة تحقيق أرباح أكبر (الميداني ١٩٩٢). بشكل عام، إذا كانت المنشأة تريد النقود من أجل تمويل قصير الأجل، لتمويل الزيادة في المخزون أثناء المواسم أو تمويل الزبائن، فإن من الأفضل أن تستقرض لفترة زمنية قصيرة عوضاً عن أن تصدر أوراقاً ماليةً طويلة الأجل أو تحمل الملاك على أن يموّلوا هذه العمليات (Johnson ١٩٨٤). وفي بعض الأحيان يرغب المدراء الماليين أن يمزجوا بين التمويل القصير الأجل والتمويل الطويل الأجل من الناحية النظرية، الديون قصيرة الأجل تموّل أو تسدد من نقود المنشأة قصيرة الأجل بينما تُسدد الديون طويلة الأجل من أرباح المنشأة طويلة الأجل.

وهناك نسب أخرى تقيس مقدرة الأرباح التي تحققها المنشأة على تمويل فوائد ديونها، حيث أن العبء المالي الذي يقع على عاتق المنشأة من خلال التمويل بالدين لايعتمد بشكل جوهري على حجم هذه الديون بالمقارنة مع أصول المنشأة أو حقوق الملكية فيها بل بمقدرتها على مقابلة المدفوعات النقدية السنوية المطلوبة لمواجهة هذا الدين. ولقياس العبء المالي الذي يقع على المنشأة باستخدامها لرافعة التمويل، فإن من المفيد حساب مايسمى بنسب التغطية (Higgins ١٩٨٤) وهناك نسبتان عامتان هما:

١- مضاعف إيرادات المنشأة بالنسبة لفوائدها = $\frac{\text{الأرباح قبل الضريبة والفوائد}}{\text{الفوائد المدينة}}$ Times niterest earned

٢- مضاعف تغطية العبء المالي = $\frac{\text{الأرباح قبل الضريبة والفوائد}}{\text{الفوائد المدينة+(تسديد القسط للدين/١- معدل الضريبة)}}$ Time burden covered

كلتا النسبتين تقارنان الدخل المتوفر إلى العبء السنوي للقروض.

4-نسب الربحية Profitality ratios:

إن جميع المهتمين في التحليل المالي من المدراء، والمستثمرين، والمقرضين وغيرهم من مستخدمي المعلومات المحاسبية يركزون بشكل كبير على ربحية المنشأة. إن زيادة العائد على الاستثمار يعتبر الهدف الأول للإدارة ولحملة الأسهم وللمقرضين. لذلك، تم تطوير العديد من النسب التي تعتبر مؤشرات لإنجاز المنشأة المالي والتي ركزت بشكل أساسي على العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على المبيعات وهامش الربح. يقول السيد هيجتر (Higgins 1984) "نحن توصلنا إلى أنه بغض النظر عن كون الشركة هي جنرال موتورز أو صيدلية أو محل تجاري صغير، فإن إدارة متأنية لهذه الرافعات يمكن أن تؤثر على العائد على حقوق الملكية بشكل إيجابي".

الدكتور صافي فلوح يقول: "إن أي دراسة لوضع المشروع يجب أن تهتم بحساب معدلات الربحية لديه ومقارنتها مع مثيلاتها في المشاريع الأخرى ... يمكن دراسة ربحية المشروع بواسطة نوعين من النسب: النوع الأول يستند إلى قياس الربح إلى المبيعات لمعرفة معدل الربح المتحقق قياساً على رقم الأعمال. والنوع الثاني يقوم على مقارنة الربح مع الأموال المستثمرة في المشروع (الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل ومتوسطة الأجل) لمعرفة معدل العائد على المشروع من استثمار هذه الأموال" (فلوح 1987). لذلك، فإن على المهتمين بتحليل القوائم المالية لمنشأة ما الوقوف على وضعها المالي واتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار في أوراقها المالية أم لا، يحتاج إلى دراسة نسب العائد على الاستثمار والعائد على المبيعات ومقارنتها مع نسب متوسط الصناعة (Horngren 1987).

1- معدل العائدعلى الإستثمار: الإيرادات بمختلف أشكالها منسوبة إلى رأس المال المستثمر يعبر عنها بمعدل العائد. هذا الأسلوب يربط المعطيات والمعلومات الموجودة في قائمة الدخل مع المعطيات والمعلومات الموجودة في قائمة المركز المالي. هناك ثلاثة أنواع مهمة من معدلات العائد المحاسبية على المحلل المالي أن يأخذها بعين الإعتبار (Johnson 1984).

الأولى تعكس معدل عائد المنشأة من عملياتها، ويُعبر عنها بأرباح المنشأة الصافية من العمليات (EBIT) مقسومة على إجمالي الموجودات.

$$\text{العائد من عمليات المنشأة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضريبة (EBIT)}}{\text{إجمالي الموجودات (T.ASS)}}$$

والنسبة الثانية الهامة في قياس معدل العائد هي العائد على الموجودات وتحسب

$$\text{العائد على الموجودات} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

فبعد أن تسدد المنشأة التزاماتها الضرائبية وفوائد ديونها، يتم حساب معدل العائد على الموجودات، وبالتالي يمكن من خلال الطرح من نسبة العائد على عمليات المنشأة نسبة العائد على الموجودات أن نصل إلى حجم الأرباح الضائعة على المنشأة نتيجة للضريبة وللفوائد المدينة وبفرض أن نسبة العائد على عمليات المنشأة كانت /16%/ وأن نسبة العائد على الموجودات هي /8%/ فهذا يعني أن /8%/ من الأرباح تذهب لمواجهة الضريبة والفوائد المدينة (المرجع نفسه).

النسبة التالية لمعدل العائد هي معدل العائد على حقوق الملكية أي على استثمارات المالكين وتحسب على الشكل التالي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{حقوق الملكية أوالأموال الخاصة}}$$

وتتألف الأموال الخاصة من رأس المال، علاوة إصدار، أرباح محتجزة سابقا، أرباح الدورة الحالية. وتمثل هذه الأموال المقدمة من حملة الأسهم لتمويل أصول المنشأة.

2- نسب العائد على المبيعات: هناك نسبتان رئيستان تقيسان هامش الربح الأولى تقيس هامش ربح العمليات وتحسب بقسمة دخل المنشأة قبل الفوائد والضريبة على صافي المبيعات

$$\text{هامش ربح العمليات} = \frac{\text{الأرباح قبل الضريبة والفوائد EBIT}}{\text{صافي المبيعات}}$$

هذه النسبة تشير إلى مقدرة المنشأة على التحكم بنفقات العمليات المتعلقة بالمبيعات ومدا كفاءة استخدام الرافعة المالية أي مدا كفاءة استخدام المنشأة لتمويل مصاريف البيع والتوزيع بالدين (Johnson 1984).

النسبة الثانية هي هامش الربح الصافي "Net profit Margin" وتحسب بقسمة صافي دخل المؤسسة أو المنشأة بعد الضرائب والفوائد على صافي المبيعات

$$\text{نسبة صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وهذه النسبة تشير إلى مقدرة المنشأة على تحقيق أرباح بعد تسديدها التزاماتها الضرائبية والفوائد المدينة الناتجة عن القروض، بالإضافة إلى الكفاءة في استخدام الرافعة المالية (المرجع نفسه).

وهذه النسبة تشير إلى مقدرة المنشأة على تحقيق أرباح بعد تسديدها التزاماتها الضرائبية والفوائد المدينة الناتجة عن القروض، بالإضافة إلى الكفاءة في استخدام الرافعة المالية (المرجع نفسه).

وهكذا، على المهتمين بمسألة استخدام النسب في التحليل المالي مقارنة ماقاموا بحسابه من نسب مع نسب متوسط الصناعة المحسوب للصناعات المماثلة. إن هذه المقارنة تساعد المهتمين في مسألة التحليل المالي بالحصول على الصورة الواضحة عن وضع المنشأة المراد تحليل أوضاعها المالية من خلال مقارنتها بإنجاز المنشآت الأخرى المشابهة.

لكن السؤال المطروح، هل تكفي هذه النسب للوصول إلى القرار الاستثماري السليم؟ على سبيل المثال إن نسبة العائد على حقوق الملكية والتي تعتبر محط اهتمام الجميع من إدارة ومستثمرين ومقرضين غالباً ماتتعرض لثلاث مشاكل رئيسية مثل مشكلة الزمن أو التوقيت، مشكلة المخاطر، ومشكلة تقييم الاستثمار (Higgins 1984).

مشكلة التوقيت: فأغلب الاستثمارات تتطلب التضحية في الإيرادات الحالية على أمل تعزيز الإيرادات المستقبلية. يبدو هذا الأمر جلياً حين تهتم المؤسسة بتقديم منتج جديد، إن ذلك يحتاج إلى تكاليف كبيرة يتحملها حملة الأسهم. فإذا تم حساب العائد على الملكية حينذاك فإن هذه النسبة لاتعطي الصورة الصحيحة للعائد لأن جزءاً كبيراً من هذا العائد ذهب لدعم المنتج الجديد والترويج له. وبالتالي فإن النسبة حينها تشير إلى إنجاز فقير للمنشأة.

مشكلة المخاطرة: من النادر مايحصل المرء على عائد مرتفع وأمان معاً. إن نسبة العائد على الأسهم لاتُظهر حجم المخاطر التي تتحملها المنشأة في الحصول على العائد المتحقق. إن الأعمال ذات المخاطر العالية تحقق إيرادات عالية لكن تحمل مخاطر عدم اليقين من تحقق هذه الإيرادات لأنها في الوقت نفسه تحمل في طياتها مخاطر كبيرة قد تؤدي بها إلى الإفلاس.

مشكلة التقييم: إن العائد على حقوق الملكية يقيس العائد على استثمار حملة الأسهم. وغالباً، فإن القيمة المستخدمة للأسهم هي القيمة الدفترية وليست القيمة السوقية. هذا الاختلاف بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية لحقوق الملكية يؤدي للوصول إلى نسبة غير حقيقية للعائد على حقوق الملكية باستخدام القيمة الدفترية، لذلك،

مشكلة التقييم: إن العائد على حقوق الملكية يقيس العائد على استثمار حملة الأسهم. وغالباً، فإن القيمة المستخدمة للأسهم هي القيمة الدفترية وليست القيمة السوقية. هذا الاختلاف بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية لحقوق الملكية يؤدي للوصول إلى نسبة غير حقيقية للعائد على حقوق الملكية باستخدام القيمة الدفترية، لذلك، فإن القيمة السوقية هي أكثر أهمية بالنسبة لحملة الأسهم لأنها تقيس القيمة الحالية للسهم بينما تقيس القيمة الدفترية قيمة السهم التاريخية.

وهكذا، على مستخدمي النسب المالية في التحليل المالي أن يأخذوا بعين الاعتبار أن هذه النسب ليست أكثر من أرقام مقسومة على بعضها، فليس من المعقول أن يفهم المرء أن الحسابات الميكانيكية لهذه النسب سوق تقدم صوراً واضحة عن المنشأة خصوصاً بالمنشآت الحديثة. من المفيد أن يُفكر المحلل المالي بالنسب على أنها عامل مساعد في التحليل المالي. إن نسبة واحدة أو عدداً من النسب يمكن أن تخدع أو تضلل المحلل، لكن عند دمج هذه النسب مع المعلومات الأخرى عن إدارة المنشأة، والأصول الاقتصادية، فإن النسب المالية يمكن أن تقدم أخباراً جيدة.

النقطة الأخرى الهامة أنه ليس هناك قيمة فردية صحيحة للنسبة. إن قيم النسب دائماً تأخذ الشكل التالي: عالية جداً، منخفضة جداً، أو مناسبة. إن هذه القيم تعتمد على وجهة نظر المحلل وعلى استراتيجية المنشأة التنافسية. لنأخذ بعين الاعتبار نسبة التداول، ضمن وجهة نظر الدائنين فإن نسبةً عاليةً للتداول تعتبر مؤشراً جيداً لأنها تعكس سيولة جيدة ومقدرة على التسديد. أما المالك فإنه ينظر إلى هذه النسبة المرتفعة على أنها مؤشر سلبي، كما وتشير إلى أن أصول المنشأة لم تستثمر بشكل جيد. الأكثر من ذلك، فإن نسبة تداول عالية يمكن أن تكون مؤشراً لإدارة متحفظة، أو يمكن أن تكون نتيجة طبيعية للسياسة التنافسية التي تؤكد على سياسة ائتمانية متحررة أو سخية ومخزون عال. وفي هذه الحالة فإن السؤال الهام ليس ما إذا كانت نسبة التداول مرتفعة جداً أم منخفضة جداً بل إذا كانت الاستراتيجية المختارة هي الأفضل للمنشأة أم لا (Higgins ١٩٨٤).

وحتى يكون إستخدام النسب ذا فائدة ترجى، باعتبار أنه ليس هناك قيم حقيقية عالمية للنسب. إن هناك ثلاثة طرق للمقارنة (Belton ١٩٨١, Higgins ١٩٨٤):

١- مقارنة النسب بمعايير طوّرت عبر الزمن من خلال إنجاز الشركات. إن هذه المقارنة تتصف بالبساطة، فالقيمة المناسبة للنسب تعتمد على وجهة نظر المحلل بشكل كبير وعلى وضع وظروف المنشأة الخاصة، حتى تكون هذه المقارنة ذات فائدة. إن أحسن مايمكن أن يقال عن هذه الطريقة

هو أن الشركات التي تتبع هذه الطريقة في المقارنة يمكن أن تفلس بعد غيرها من الشركات التي لاتستخدم شيئاً.

٢- مقارنة النسب المحسوبة للمنشأة مع نسب متوسط الصناعة: هذه المقارنة تقدم للمنشأة نوعاً من الراحة لأنها تظهر مدى إنجاز الشركة مقارنة بمنافساتها. لكن يبقى لظروف الشركة المختلفة عن غيرها المبرر لإنحراف إنجاز المنشأة عن غيرها من إنجاز المنشآت الأخرى.

٣- المقارنة الثالثة والتي تقدم مقارنة مفيدة للنسب هي حساب هذه النسب للمنشأة عبر عدد من السنوات وأخذ ملاحظات عن كيفية تغيّرها عبر الزمن وهو مايسمى بالتحليل الاتجاهي أو تحليل مجرى أعمال المؤسسة "Trend analysis" إن التحليل الاتجاهي يُلغي الاختلافات الخاصة بالمنشآت والصناعة، ويمكن المحلل من أن يصل إلى نتائج أكثر دقة عن وضع الشركة المالي وانحرافاتها عبر الزمن.

بعد هذا الاستعراض لدور النسب المالية في تحليل الوضع المالي للمنشأة، أرى أن هناك أنواعاً أخرى من النسب يمكن استخدامها. إلا أن جميعها يتمحور حول هدف واحد هو إنجاز الشركة والعائد على حقوق الملكية. والمهم هو كيفية قراءة وتفسير هذه النسب. يرى الباحث أن على المحلل الأخذ بالمقارنات الثلاث المذكورة سابقاً إذا توفر ذلك، لأن مقارنة واحدة غير كافية كما ذكرنا، أما الأخذ في المقارنات الثلاث فكل واحدة من هذه المقارنات تضع حداً للسلبيات الناشئة عن المقارنة الأخرى وبالتالي تساعد المحلل في الوصول إلى القرار السليم.

ونظراً لأهمية هذه النسب للتحليل المالي من حيث أنها تدرس العلاقة بين عدد من حسابات القوائم المالية، وتمكن المستثمر من تقييم وضع المنشأة المالي في الماضي والحاضر ونتائج عملياتها، من خلال المقارنة التاريخية لنتائج أعمال المنشأة أو مقارنة أعمالها مع المعايير الصناعية التي تعطي متوسط إنجاز المنشآت المنافسة (Gitman ١٩٨٤) فإن أغلب أسواق الأوراق المالية العالمية تضع عدداً من المعايير والمؤشرات والنسب التي تعتبر هامة في عملية التحليل المالي، فبورصة القاهرة مثلاً قسمت هذه المعايير إلى مجموعات ثلاث (بورصة القاهرة، الكتاب السنوي ١٩٩١):

المجموعة الأولى: معايير لقياس الكفاءة المالية والاقتصادية والإدارية للشركة المصدرة للورقة المالية وتطورها.

المجموعة الثانية: معايير لقياس الأهمية النسبية للسهم في سوق التداول.

المجموعة الثالثة: معايير لقياس نشاط السوق ومدى كفاءته.

إما بورصة عمان فتؤكد على عدد كبير من المؤشرات والنسب المالية يصل إلى اثنين وثلاثـــين نسبة جميعها تتعلق بكفاءة المنشأة، وأهمية السهم بأسواق التداول ونشاط المنشآت الاقتصادية ورافعتــها المالية وسيولة المنشأة وغيره ... (دليل الشركات المساهمة الأردنية، الإصدار السابع ١٩٩١).

المبحث الرابع

مؤشرات أسعار الأسهم ودورها
في اختيار الورقة المالية

يحتاج المستثمرون أن يراقبوا ويواكبوا التقلبات في سلوك سوق الأوراق المالية. وقد تم تطوير مؤشرات ومتوسطات لقياس سلوك أسعار الأوراق المالية. لذلك فمن الضروري بالنسبة لأي مستثمر في سوق الأوراق المالية أن يفهم كيف يقيس السلوك العام للسوق، لأن مقدرة المستثمر على فهم وتعليل مؤشرات قياس حالة السوق المتعددة تساعده على اختيار وتوقيت عملياته الاستثمارية (Gitman ١٩٨٤).

ولابد من الإشارة إلى أن سلوك سوق الأوراق المالية يتأثر بشكل طبيعي بالحالة الاقتصادية، وكنتيجة لذلك، فإن من الصعوبة بمكان تقييم كل من السوق والوضع الاقتصادي بشكل مستقل. إن الرقم القياسي يعمل كمؤشر بالنسبة للتقلبات الاقتصادية، لأن هناك علاقة بين مؤشرات أسعار الأسهم وبين التقلبات الاقتصادية (Brenson ١٩٨٩).

وبالرغم من أن المصطلح المتوسط "Average" والمؤشر "Index" غالباً ماتستخدمان بشكل تبادلي عند دراسة سلوك السوق، لكن بشكل تقني هما نوعان مختلفان من المقاييس (Gitman ١٩٨٤).

المتوسطات تعكس الوسط الحسابي لسلوك الأسعار لمجموعة الأوراق المالية محل الدراسة (الممثلة في المتوسط) في لحظة زمنية محددة.

أما المؤشرات فتقيس سلوك السعر الحالي لمجموعة الأوراق المالية محل الدراسة (الممثلة في المؤشر) بالاستناد إلى سعر الأساس الذي وضع بفترة زمنية سابقة.

هذه المتوسطات أو المؤشرات قد تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average (DJIA) ومؤشر ستاندرد أند بور ٥٠٠ S& P ٥٠٠ Tndex. أو قد تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة ومن أمثلتها مؤشر داو جونز لصناعة النقل Dow Jones Transportation Index، ومؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة S & P Public utilities التي تنتج خدمة الكهرباء والماء والهاتف وماشابه ذلك (هندي ١٩٩٣).

لذلك، الكثير من المستثمرين يقارنون هذه المؤشرات في فترات زمنية مختلفة حتى يتمكنوا من تقدير القوة النسبية أو الضعف النسبي للسوق.

وهكذا، عندما تعكس المؤشرات أو المتوسطات اتجاهها نحو ارتفاع الأسعار، يسمى السوق عندها بالسوق الصعودي "bull Market" وهو السوق الذي يزيد فيه معدل العائد على الاستثمار وفقاً للمؤشر على معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر (العائد على السندات الحكومية والتي لاتزيد مدتها عن السنة) وتتم فيه المضاربة على ارتفاع الأسعار. أما إذا عكست المؤشرات اتجاه نحو انخفاض الأسعار وهو مايسمى بالسوق التزولي "bear Market" حيث يكون معدل العائد الذي يحققه وفقاً للمؤشر أقل من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وتنشط في المضاربة على انخفاض الأسعار. وهكذا يبدو واضحاً أن المؤشرات تقدم طريقة مناسبة لفهم الاتجاه العام للسوق، لذلك فإن فهم المؤشرات الأساسية يعتبر هاماً في اختيار القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية (French ١٩٨٩, Gitman ١٩٨٤).

إن التنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية للدولة ليس الاستخدام الوحيد للمؤشرات بل إن هناك استخدامات أخرى تهم المستثمرين وغيرهم من المتعاملين في سوق الأوراق المالية وفي مقدمة تلك الاستخدامات (هندي ١٩٩٣):

١- إعطاء فكرة سريعة عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، لأن هناك علاقة طردية بين التغيير في سعر سهم ما والتغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار. الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق.

٢- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وهذا يعني أن المدير المحترف عليه أن يحقق معدل عائد لمحفظة الأوراق المالية التي يشرف عليها أعلى من متوسط عائد السوق الذي يحققه المستثمر العادي.

٣- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق. من خلال فهم طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم.

٤- تقدير مخاطر محفظة الأوراق المالية المنتظمة أو مايطلق عليها بالمخاطر ذات الصبغة العامة. وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق.

طالما أن لمؤشرات أسعار الأسهم هذه الأهمية وتلك المزايا في مساعدة المستثمرين في اختيار الورقة المالية، فكيف تُبنى هذه المؤشرات؟

إجراءات حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث كيفية بنائها، فهناك مجموعة منها نحسب قيمتها على الرقم القياسي المحسوب لسنة سابقة قد تكون قيمة المؤشر لسنة تأسيسه، ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي تكون منها المؤشر. وبالرغم من وجود عدد كبير من هذه المؤشرات التي تختلف في كيفية بنائها، فإنها جميعاً تقوم على ثلاثة أسس هي (هندي ١٩٩٣):

١- عيّنة ملائمة.

٢- تحديد واضح للأوزان داخل العينة لكل مفردة.

٣- طريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر.

١- ملاءمة العينة: يقصد بالعينة مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر. وهذه العينة يجب أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع، والمصدر. فمن حيث الحجم، كلما زاد عدد الأوراق التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لحالة السوق، أما اتساع العينة فيقصد بها أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، أي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون ان يكون هناك تحيّز لفئة معينة من المنشآت هذا بالنسبة للمؤشر على مستوى الاقتصاد القومي ككل. أما بالنسبة للمؤشر الخاص بصناعة معينة، فتقتصر العينة على عدد من أسهم المنشآت المكونة لتلك الصناعة، والمختارة بدون تحيز. أما مايتعلق بمصدر العينة فيقصد بها مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. أي أسعار الأسهم في البورصة المدرجة بها الأوراق المالية (Lorie ١٩٨٨).

٢- تحديد واضح للأوزان داخل العينة لكل مفردة: يقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة. وتتحدد القيمة النسبية هذه وفق ثلاثة أسس: إما أن يكون وزن السهم النسبي مرتبطاً بسعر السهم فلو كان المؤشر ممثل من أربعة أسهم هي أ، ب، ج، د، وأن أسعارها ٣٠ ل.س، ٢٠ ل.س، ٤٠ ل.س، ١٠ ل.س، فتكون القيمة الكلية للأسهم التي يتكون منها المؤشر ١٠٠ ل.س وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم هي ٣، ٢، ٤، ١ على التوالي فإذا طرأ تحسن على أسعار الأسهم وأصبحت ٦٠ ل.س، ٤٠ ل.س، ٥٠ ل.س، ١٥ ل.س، على التوالي حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر لتصبح ١٦٥ ل.س مما يدل على أن متوسط العائد على المؤشر بلغ ٦٥%

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{\text{قيمة المؤشر بعد التحسن} - \text{قيمة المؤشر قبل التحسن}}{١٠٠}$$

$$= \frac{١٦٥ - ١٠٠}{١٠٠} = ٦٥\%$$

ومما يؤخذ على هذا الأساس أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، إلا أن سعر السهم قد لايكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها (Gitman ١٩٨٤).

أما إذا كانت الأوراق المالية متساوية لكل الأسهم الممثلة للمؤشر فيعني إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. وهذا يفترض تساوي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم المكونة للمحفظة المالية. بفرض أن المبلغ المستثمر /٣٠٠٠٠/ ل.س وأن المحفظة المرغوب في تكوينها، تتكون من أسهم المنشآت آ، ب، جـ، د، فهذا يعني، أن المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم المذكورة متساوي أي ٧٥٠٠ ل.س (٣٠٠٠٠ ÷ ٤) لكل سهم وإذا كان سعر السهم الواحد في السوق هو ٥٠ ل.س، ٦٠ ل.س، ٣٠ ل.س، ١٠ ل.س، هذا يعني شراء ١٥٠ سهم من المنشأة آ، و١٢٥ سهم من المنشأة ب، و٢٥٠ سهم من المنشأة جـ، و٧٥٠ سهم من المنشأة د، إما إذا كان حساب قيمة المؤشر على أساس الوزن حسب القيمة، فإن ذلك يعطي وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. وبالتالي يتم تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر. إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. وبالتالي فإن اشتقاق الأسهم سوف لن يؤثر على المؤشر (Lorie ١٩٨٨).

وهكذا، فإن المؤشرات تختلف من حيث كيفية بنائها، فالمجموعة التي تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية تختلف عن المؤشرات التي تحسب قيمتها على أساس المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي. لذلك، من الضروري التعرف على طريقة حساب المؤشر لاختلاف النتائج التي تظهر نتيجة اختلاف حساب المؤشرات، لذلك سنتعرض لكيفية حساب عدد من المؤشرات الهامة في العالم والوطن العربي:

١- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة.

٢- مؤشر ستاندرد أند بور ٥٠٠.

٣- مؤشر سوق عمان المالي. كأحد المؤشرات العربية المستخدمة.

١- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average:

يعتبر أكثر المتوسطات شيوعاً بين المتوسطات الأربع التي ينشرها دو جونز. وقد بدأ هذا المؤشر عام ١٨٨٤ من عينة مكون من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية ثم ارتفع حجمها إلى ١٢ سهم عام ١٨٩٨ ثم إلى ٢٠ سهم عام ١٩١٦ وفي العام ١٩٢٨ ارتفع عددها ليصل إلى ٣٠ سهماً

اختيرت لتمثل القيمة الكلية للسوق. كما أن أسهم العينة معروفة بارتفاع قيمتها السوقية وبعراقتها وضخامة حجمها وعدد المساهمين والتي يُعتقد أن نشاطاتها تعكس نشاط السوق بشكل كامل (Gitman ١٩٨٤, Randale ١٩٨٧). أما إذا حصل اندماج أو إفلاس أو انخفاض كبير في نشاط المنشأة صاحبة أي سهم من اسهم العينة، يتم إسقاط أسهمها من العينة وتحل محلها أسهم منشأة أخرى تحقق نتائج أفضل. وحتى تكون قيمة المؤشر الفعلية ذات معنى، يجب أن تقارن مع قيم المؤشر لأيام سابقة (Gitman ١٩٨٤). وقد كانت قيمة هذا المؤشر تحسب على أساس قسمة مجموع أسعار الأسهم داخل العينة على عددها. إلا أن حدوث اشتقاق في أسهم إحدى المنشآت، أو إصدار أسهم جديدة مقابل توزيعات، يؤدي إلى انخفاض وزن السهم داخل العينة حين الاشتقاق. وللتغلب على هذه المشكلة تم تقديم طريقة جديدة تعتمد على إيجاد رقم تقسم عليه القيمة الكلية للأسهم سُمي المقسوم عليه وتحسب قيمة المقسوم عليه وفق مايلي (هندي ١٩٩٣):

$$\frac{\text{ق قبل}}{\text{و قبل}} = \frac{\text{ق بعد}}{\text{و بعد}}$$

حيث أن ق تمثل القيمة الكلية لأسعار الأسهم قبل وبعد الإشتقاق.

و تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الإشتقاق. علماً أن قيمة المقسوم عليه بعد الإشتقاق غير معروفة.

بفرض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات هي آ، ب، جـ، وأن السعر الذي يباع به السهم هو ٢٠ ل.س، ٤٠ ل.س، ٦٠ ل.س، فإن قيمة المؤشر هي

$$\frac{\text{٢٠ + ٤٠ + ٦٠}}{\text{٣}} = \text{/٤٠/ نقطة}$$

بفرض أن حصل اشتقاق بأسهم المنشأة جـ بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم، وبالتالي تصبح قيمة السهم من أسهم المنشأة جـ /٢٠ ل.س/ وفي هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر، وتصبح القيمة الكلية لأسعار الأسهم ستنخفض إلى /٨٠ ل.س/ ولحساب قيمة المؤشر من جديد لابد من حساب المقسوم عليه:

$$\frac{\text{ق قبل}}{\text{و قبل}} = \frac{\text{ق بعد}}{\text{و بعد}}$$

$$\frac{\text{١٢٠}}{\text{٣}} = \frac{\text{٨٠}}{\text{وبعد}} = \text{٢ المقسوم عليه}$$

بعد معرفة المقسوم عليه، يمكن حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم بعد الاشتقاق على المقسوم عليه.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة الكلية للأسهم بعد الإشتقاق}}{\text{المقسوم عليه}}$$

$$= \frac{٢٠ + ٤٠ + ٢٠}{٢} = \frac{٨٠}{٢} = \text{/٤٠/ نقطة}$$

بالمختصر، فبمجرد معرفة القيمة السوقية للأسهم بعد الاشتقاق وقيمة المؤشر قبل الاشتقاق يمكن حينها معرفة المقسوم عليه وبالتالي الوصول إلى القيمة الجديدة للمؤشر. دون الحاجة إلى معرفة عدد الأسهم التي يتضمنها المؤشر.

الآن، بفرض أنه حدث تحسن في قيمة الأسهم في نفس اليوم الذي حدث فيه الاشتقاق بحيث أصبحت أسعار الأسهم ٢٥، ٥٠، ٢٥ حينئذٍ يجب أن يُظهر المؤشر تحسناً بأداء السوق بغض النظر عن الاشتقاق ولحساب قيمة المؤشر، يجب أن تحسب قيمة المقسوم عليه وهو مايحتاج لإيجاد القيمة الكلية لأسعار الأسهم، مع ملاحظة أن السعر بالنسبة للأسهم التي لم يحدث لها اشتقاق هو السعر في اليوم السابق على الاشتقاق أما السهم الذي حدث فيه اشتقاق فيكون هو ذلك السعر الذي بلغه السهم فور الإعلان عن الاشتقاق، فتكون القيمة الكلية لأسعار الأسهم

٢٠ + ٤٠ + ٢٠ = ٨٠ ل.س

بعد ذلك، نحسب قيمة المقسوم عليه

$$\text{المقسوم عليه} = \frac{\text{القيمة الكلية للأسهم}}{\text{قيمة المؤشر}} = \frac{٨٠}{٤٠} = ٢$$

بعد أن حسبنا قيمة المقسوم عليه، نقوم بحساب قيمة المؤشر بعد التحسن الذي طرأ على أسعار الأسهم. حيث أصبحت القيمة السوقية للأسهم بعد التحسن ٢٥ + ٥٠ + ٢٥ = ١٠٠ ل.س

$$\text{وبالتالي تكون قيمة المؤشر بعد التحسن} = \frac{١٠٠}{٢} = \text{٥٠ نقطة}$$

وهو مايعكس التحسن الذي طرأ على أسعار الأسهم

$$\text{بالمختصر، فإن قيمة المؤشر في يوم ما} = \frac{\text{مجموع أسعار الإقفال في ذلك اليوم للأسهم الفردية التي يتضمنها المؤشر}}{\text{المقسوم عليه}}$$

مع الإشارة إلى أن قيمة المقسوم عليه ليست عدد الأسهم التي يتضمنها المؤشر وبالتالي فإن قيمة المؤشر ليست المتوسط بالمعنى المفهوم.

٢- مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ S & P ٥٠٠ Index :

ناشر مالي آخر، يصدر عنه خمس مؤشرات لخمسة أنواع من الأسهم، حجم عينته ٥٠٠ سهم تمثل ٤٠٠ منشأة صناعية، ٤٠ منشأة منافع عامة، ٢٠ منشأة نقل، ٤٠ منشأة تعمل في المجال المالي. يختلف مؤشر ستاندرد آند بور عن مؤشر داو جونز بأنه مؤشر حقيقي. فهو يربط الأسعار الحالية لأسهم العينة الممثلة للمؤشر برقم أساس وضع بشكل جزافي في الفترة بين ١٩٤١ - ١٩٤٣ له قيمة قياسية هي ١٠ نقاط. والأمر الآخر الذي يختلف فيه ستاندرد آند بور عن دوجونز هو أن طريقة حساب مؤشر دو جونز تعطي تأثيراً متساوياً لأسهم العينة على المؤشر، بينما يأخذ مؤشر ستاندرد آند بور بالاعتبار الأهمية النسبية لكل سهم من أسهم العينة في سوق الأوراق المالية. إن مؤشر ستاندرد آند بور يعكس سلوك السعر بشكل أكثر دقة من مؤشر دو جونز في سوق المال (Geoffrey ١٩٨٣, Gitman ١٩٨٤) وتحسب قيمة هذا المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\sum_{\text{أ}=1}^{\text{ن}} \text{س}_{\text{أ}}}{\sum_{\text{أ}=1}^{\text{ن}} \text{س}_{0}} \times 10$$

حيث أن س أ = عدد الأسهم التي يتكون منها رأس مال المنشأة الممثلة في المؤشر × سعر إقفال السهم يوم المقارنة

و س ٠ = عدد الأسهم التي يتكون منها رأس مال المنشأة الممثلة في المؤشر في اليوم السابق × سعر الإقفال لليوم السابق

أما ١٠ هي القيمة الجزافية التي أعطيت للمؤشر في فترة الأساس.

ولتوضيح كيفية حساب المؤشر، نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاث منشآت آ، ب، جـ، أما القيمة السوقية لكل سهم وعدد الأسهم المصدرة في يوم المقارنة واليوم السابق:

١٩٩٥/١٢/٣١

السهم	السعر	عدد الأسهم	القيمة
آ	٢٠	٢٠٠٠	٤٠٠٠٠
ب	٣٠	٣٠٠٠	٩٠٠٠٠
جـ	٤٥	٢٠٠٠	٩٠٠٠٠
			٢٢٠٠٠٠

١٩٩٦/١٢/٣١

السهم	السعر	عدد الأسهم	القيمة
آ	٢٥	٢٠٠٠	٥٠٠٠٠
ب	٣٠	٤٠٠٠**	١٢٠٠٠٠
جـ	٤٥	٢٥٠٠***	١١٢٥٠٠
			٢٨٢٥٠٠

بتطبيق المعادلة السابقة تكون قيمة المؤشر

$$= \frac{٢٨٢٥٠٠}{٢٢٠٠٠٠} \times ١٠ = ١٢,٨$$

وعلى عكس مؤشر دو جونز فإن مؤشر ستاندرو آند بور لايتأثر بالاشتقاق أو بـإصدار أسـهم مقابل توزيعات، ذلك أنه يعدل ذاته آلياً. ففي حال الاشتقاق مثلاً يُعوّض انخفاض السعر الزيادة في عدد الأسهم، وهو مايعني عدم حدوث أي تغيير في القيمة الكلية للمنشأة (هندي ١٩٩٣).

ومن أهم عيوب هذا المؤشر هو تحيزه للمنشآت التي يكون سعر أسـهمها أكـبر وكذلـك للمنشآت ذات الحجم الكبير.

٣- مؤشرات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي:

تم بناء هذا المؤشر في بداية عام ١٩٨٠، ويتم نشره بشكل شهري في النشـرات الإحصائيـة الصادرة عن تلك السوق.

يعتمد هذا المؤشر على عينة تضم ٣٨ شركة يتم تداول أسهمها في سوق عمان المالية النظامية، وزعت بين القطاعات التالية (رمضان ١٩٩٠):

١٧ شركة من القطاع الصناعي.
١٠ شركات من قطاع البنوك والشركات المالية.
٦ شركات من قطاع الخدمات.
٥ شركات من قطاع التأمين.
٣٨ حجم العينة

ويتم حساب المؤشر المستخدم في سوق عمان المالية حسب المعادلة التالية:

** الزيادة في قيمة الأسهم ترجع إلى إشتقاق اسهم المنشأة ب وذلك بحصول المستثمر على سهم مقابل كل ثلاثة اسهم يمتلكها

*** الزيادة تمثل أسهم مقابل توزيعات

$$Index = Anti.\,Log\left(\sum_{a=1}^{n} \frac{xz}{xa}\right) 100\%$$

حيث أن

xz = السعر في فترة المقارنة

xa = السعر في فترة الاساس

Log = اللوغاريتم الحسابي

Anti.Log = عكس اللوغاريتم الحسابي

$\sum_{أ=1}^{ن}$ = مجموعة مايليه من الشركة a إلى الشركة n

ويتم احتساب المؤشر المستخدم في سوق عمان المالي حسب الخطوات التالية:

١- يتم تقسيم سعر المقارنة على سعر الأساس لكل شركة لوحدها في يوم المقارنة.

٢- يتم حساب اللوغاريتم (Log) الحسابي لكل نتيجة من نتائج القسمة في الخطوة الأولى.

٣- يتم تجميع نتائج الخطوة الثانية.

٤- يتم حساب عكس اللوغاريتم (Anti.Log) للخطوة الثالثة ويضرب الناتج بـــ (١٠٠%)

ويقوم البنك المركزي الأردني بإصدار جدولين لمؤشر أسعار الأسهم في النشرات الإحصائية الشهرية (غوشه ١٩٨٤):

الأول: جدول الرقم القياس العام لأسعار جميع الشركات ويحسب وفق المعادلة التالية:

$$= \frac{\sum_{أ=1}^{ن} \frac{س_1}{س_0} \times ل_1}{\sum ل_0} \times ١٠٠\%$$

حيث أن

$\sum_{أ=1}^{ن}$ = مجموع مايليه من آ = ١ إلى آ = ن

$س_1$ = سعر السهم في فترة المقارنة

$س_0$ = سعر السهم في فترة الأساس

$ل_1$ = رأس المال المكتتب به في فترة المقارنة

$ل_0$ = رأس المال المكتتب به في فترة الأساس

الثاني: جدول الرقم القياس العام لأسعار الأسهم المتداول في سوق المال

$$= \frac{\sum_{أ=1}^{ن} \frac{س_1 \times ع_1}{س.}}{\sum ع.} \times ١٠٠\%$$

$\sum_{أ=1}^{ن}$ = مجموع مايليه من آ = ١ إلى آ = ن

$س_1$ = سعر السهم في فترة المقارنة

$س.$ = سعر السهم في فترة الأساس

$ع_1$ = عدد الأسهم المتداولة والمعدلة (المعدلة: توحيد القيمة الإسمية بحيث تصبح ديناراً واحداً) في فترة المقارنة

$ع.$ = عدد الأسهم المتداولة والمعدلة (المعدلة: توحيد القيمة الأسمية بحيث تصبح ديناراً واحداً) في فترة الأساس

إن المؤشرات هي أداة لقياس الحالة التي تكون عليها أسواق رأس المال. وقد تكون تلك المؤشرات عامة، أي تقيس حالة السوق بشكل عام، وقد تكون خاصة تقيس الحالة التي تكون عليها صناعة معينة. إن أي من المؤشرات المصممة بشكل جيد يمكن أن تعكس الحالة التي ستكون عليها الظروف الاقتصادية خلال فترة لاحقة. وقد أثبتت الدراسات التي قام بها العديد من الاقتصاديين أن مؤشرات أسعار الأسهم يمكن أن تكون أداة جيدة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية، وإعطاء فكرة جيدة وسريعة عما ينبغي أن تكون عليه محفظة الأوراق المالية. وتعتبر أداة لقياس كفاءة إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة بالاستثمار وتقدير حجم المخاطر لعائد محفظة الأوراق المالية (هندي ١٩٩٣).

الفصل الرابع

قصور نظم الإفصاح المحاسبي عن تقديم الإفصاح المناسب لقيام سوق أوراق مالية في سورية

إن ماتهدف إليه المحاسبة هو تحديد وقياس الأحداث المالية للمنشأة وإيصال نتائج القياس إلى المستفيدين من خلال بيانات وقوائم مالية دورية تتضمن صورة أمينة عن العمليات التي قامت بها المؤسسة وعن صافي حقوقها ومركزها المالي. وفي حال تحقيق هذا الهدف، تكون المحاسبة قد أمّنت مصالح كافة المهتمين بشؤونها من المساهمين إلى الدائنين، إلى الدولة (طربيه ١٩٩٦، بكري ١٩٩٧/٢/١٠). لذلك فإن تقديم بيانات مالية صحيحة وأمينة يعتمد على مدى التزام المنشأة بالقواعد والأصول المحاسبية المتعارف عليها أو المنصوص عنها في النظام المحاسبي المعمول به. لذلك، حرصت المنظمات المهنية في مختلف دول العالم على إيجاد مجموعة من المعايير المحاسبية التي تتم بواسطتها تحديد الطرق المناسبة لقياس عرض وإفصاح عناصر القوائم المالية وتحديد تأثير العمليات والأحداث والظروف على المركز المالي للمنشأة ونتائج أعمالها. وقد حرصت هذه الدول على أن تنسجم معاييرها وأصولها المحاسبية مع المعايير والأصول الدولية للمحاسبة. خصوصاً، بعد انتشار الشركات المتعددة الجنسيات التي أدت إلى اتساع قاعدة مستخدمي البيانات المحاسبية لتضم بالإضافة إلى المستخدمين المحليين، آخرين على نطاق دولي (القاضي ١٩٩١).

لذلك، فإنه من الضرورة بمكان إيجاد معايير للمحاسبة على مستوى القطر، تأخذ بعين الاعتبار تطور البلد الاقتصادي واتجاهاته وتتلاءم مع المعايير الدولية المقبولة عموماً. وحتى توفر هذه المعاييروالأصول وصول البيانات والقوائم المالية لمستخدميها بشكل أمين يجب أن يتوفر فيها المواصفات التالية (القاضي ١٩٩١، طربيه ١٩٩٦):

١- إمكانية القياس الكمي للمعلومات بشكل يسمح بالتعبير عنها بصورة عددية.

٢- الملاءمة أي تقديم البيانات المالية بسرعة وفي الوقت المحدد لمستخدمي القوائم المالية لمساعدتهم في اتخاذ القرار في الوقت المناسب.

٣- قابلية التحقق، وهو أن تنظم العمليات المحاسبية بشكل يمكن من التثبت من صحة المعطيات وصحة الأصول المتبعة في معالجتها. ويقصد بالتحقق مبدئياً تقديم الحقائق واختبار دقة هذه

الحقائق، والدليل هو الوسيلة المؤدية للوصول إلى الحقيقة أو تقديم الإثبات (القاضي ١٩٩١).

٤- يجب أن تقدم البيانات المالية وصفاً مناسباً وأميناً وواضحاً ودقيقاً لهذه العمليات والأحداث. الذي يتضمن الإفصاح عن مركز المشروع ونتائج أعماله لعرض ذلك على الفئات المختلفة المستفيدة من تلك البيانات وغيرها، على أن تعطى أي ايضاحات إضافية عند الحاجة في بيانات تكميلية، وهذا مايسمى بمبدأ التوصيل الفعال.

٥- أن تتضمن البيانات المالية أرقام مقارنة عائدة لعدة دورات سابقة من أجل إظهار تطور المؤسسة بين فترة وأخرى، كما يجب أن تبرز كافة الوقائع الملفتة للانتباه التي من شأنها أن تؤثر على قارئي البيانات المالية.

٦- يجب تبني الحيطة والحذر عند إعداد البيانات المالية، لأن نتائج عدد من العمليات المحاسبية قد تكون غير مؤكدة، ويظهر ذلك جلياً من خلال عدم تحقق الإيراد إلا إذا تم البيع الفعلي، وبنفس الوقت قبول تحقق الخسارة سواءً تم البيع أم لم يتم.

٧- يجب إعطاء تركيز أكبر للعناصر الهامة من قبل المحاسب أو من قبل مراقب الحسابات وذلك حين تصنيف النفقات والايرادات إلى رأسمالية وايرادية وذلك حسب أهميتها النسبية.

٨- يجب ربط النفقات بالايرادات التي حققتها ليتم الوصول إلى صافي الربح العادي.

السؤال الذي يطرح نفسه الآن، فيما إذا كانت النظم المحاسبية المعمول بها في سورية تحقق الأهداف المرجوة من البيانات والقوائم المحاسبية من حيث تقديم صورة صحيحة وأمينة عن نتائج عمليات المنشأة وعن صافي حقوقها ومركزها المالي؟ لذلك، يرى الباحث ضرورة البحث في:

المبحث الأول: قصور النظام المحاسبي الموحد عن تقديم الإفصاح الملائم لقيام سوق للأوراق المالية.

المبحث الثاني: قصور النظم المحاسبية المعمول بها في القطاع الخاص عن تلبية حاجة السوق المالية.

المبحث الثالث: دراسة ميدانية لواقع الاستثمار وضرورة قيام سوق أوراق مالية وأثر ذلك على نظم المعلومات المحاسبية في سورية.

المبحث الأول

قصور النظام المحاسبي الموحد عن تقديم الإفصاح الملائم لقيام سوق أوراق مالية

مفهوم النظام المحاسبي وماهيته:

يمكن فهم النظام المحاسبي على أنه نظام للمعلومات يقوم على تصنيف وتبويب الأحداث الاقتصادية الرقمية في المشروعات الاقتصادية ثم تسجيلها وإعدادها على شكل معلومات وعرضها بالشكل المناسب وفي الوقت المناسب لكل من المنشأة، والمتعاملين معها، والدولة لتمكنهم من اتخاذ القرارات اللازمة مستقبلاً (طربيه ١٩٩٦).

فالنظام المحاسبي يقدم للمنشأة وسيلة فنية لضبط أعمالها، بما يوفره من أسس وقواعد علمية حديثة يمكنها من استخلاص النتائج بسرعة ووضوح، ويتيح لها متابعة تقلبات أسعار كلفة سلعها، وأحكام الرقابة الفنية على إدارتها الداخلية. كما أنه بتعيينه القواعد المحاسبية المقبولة، وتوحيده لطرق القياس، يساعد على تسهيل عمليات المقارنة بين كلفة التصنيع في مختلف المؤسسات والمشاريع المشابهة.

أما بالنسبة للمتعاملين مع المؤسسة نفسها والذين هم إما شركاء صاحب المشروع والمساهمون في الشركات المساهمة أو الدائنون والمصارف التي تتعامل مع المؤسسة. وهذا يفترض أن تكون الأرقام التي تقدمها القوائم المالية واضحة ومعبرة بحيث تكون وسيلة لايصال المعلومات الصحيحة. وهكذا، على النظام المحاسبي أن يوفرهذه الوسيلة الفنية بما يتضمن من توحيد في التبويب والمحتوى وأسلوب استخراج النتائج.

كما أنه يمكن اعتبار النظام المحاسبي أداةً لخدمة الدولة من خلال خضوع معظم المؤسسات الاقتصادية لموجب مسك محاسبة نظامية تتحدد على أساسها النتيجة الخاضعة للضريبة، ووضع الخطط الاقتصادية اللازمة للتنمية الاقتصادية، ذلك على النظام المحاسبي أن يحدد القواعد المحاسبية وطرق إعداد وتقديم البيانات المالية والختامية والميزانيات ومرافقاتها (القاضي ١٩٩١).

وهكذا أصبحت القوائم المالية المنشورة والتي تعد لخدمة الفرقاء المتعددين خارج المشروع من أهم محددات النظام المحاسبي، وأصبح تصميم النظام المحاسبي يقتضي الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المعايير أهمها (القاضي ١٩٩١):

١- تدفق البيانات المحاسبية: ويستدعي ذلك تخصيص العاملين بالدائرة المحاسبية بحسب الأعمال التي ينفذها المشروع، وذلك لإمداد الإدارة بمستوياتها كافة بالبيانات المتعلقة بكل مركز من مراكز المسؤولين على حدة ومتابعة عمليات المشروع.

٢- حماية أصول المشروع: التي تقتضي تطبيق قواعد الرقابة الداخلية وأهمها الفصل بين حيازة الأصول والمحاسبية عنها وتقسيم الأعمال الادارية والمحاسبية بشكل يتمم بعضها بعضاً. مما يسمح باكتشاف الخطأ والغش في أثناء مراحل إعداد المستند اللازم لإنهاء العملية المحاسبية.

٣- إن تدفق البيانات المحاسبية وتقسيم العمل بهدف حماية المشروع يجب أن يأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإنتاج للبيانات المحاسبية بحيث تكون الفائدة من تدفق البيانات وتقسيم العمل أكبر من زيادة التكلفة الناجمة عن هذا الإجراء بالنسبة للمشروع.

لذلك، يمكن القول إن الهدف من وضع قواعد محاسبية موحدة في الدول ذات النظام الرأسمالي (السقا ١٩٩١) هو:

١- توحيد أسس استخراج الأرباح الخاضعة للضريبة.

٢- الاهتمام بتوحيد الحسابات المالية من حيث المبادئ والدليل والتعاريف والمصطلحات وذلك لتسهيل وضع حسابات الإنتاج والناتج القومي لاعتماد هذه الدول على التخطيط المالي من خلال التغييرات الاقتصادية الإجمالية((ادخار، استثمار، إنتاج، استهلاك). وفي دول أخرى عملت على إبقاء المبادئ المحاسبية غير موحدة من قبل الدولة تاركة عبء التوحيد على المنظمات المهنية على أن يتم التركيز على الإفصاح عن المبادئ والسياسات المحاسبية المستخدمة، مما يسهل على المخطط الاقتصادي إجراء التعديلات التي يراها ضرورية على قوائم الدخل التي تعدها المشروعات المختلفة لإمكان توحيدها مع بعضها بعضاً وإعادة عرضها للوصول إلى حساب القيمة المضافة وغيرها من الحسابات الإجمالية الأساسية كالإنتاج والدخل القومي (القاضي ١٩٩١).

أما في النظام الإشتراكي فقد فَقَدَ الربح أهميته على مستوى الوحدة الاقتصادية وأصبح هدفاً ضمن الأهداف الأخرى للمشروع، وأصبحت القرارات الاقتصادية تبنى من قبل جهاز التخطيط عوضاً عن مدير المشروع في النظام الرأسمالي وأصبحت الخطة متنوعة وتتعلق بأمور رسم

برامج الإنتاج والتنسيق فيما بينها، استخدام الطاقة المتاحة، تحديد الأسعار، مراقبة التكاليف، والرقابة على كفاية التنفيذ (السقا ١٩٩١). وتبع هذا التطور في النظام المحاسبي تطور في مفاهيم الإفصاح، فلم يعد هدف الإفصاح هو الإعلان عن المقدرة الربحية للمشروع من خلال البيانات والقوائم المالية، بل أصبح على مستوى الوحدة والقطاع والمستوى القومي، وتضمنت البيانات المحاسبية البيانات اللازمة لوضع خطة اقتصادية ناجحة ومراقبة تنفيذها، وتقييم أدائها ودقة التنفيذ. وقد تُرك للوحدة الاقتصادية بعض المرونة في عملياتها المحاسبية بما يتلاءم مع حجمها ونشاطها وطبيعة العمل فيها في إطار النظام الموضوع.

انطلاقاً من ذلك، عملت الحكومة السورية لوضع نظام محاسبي موحد صدر بالمرسوم التنظيمي رقم ٢١ تاريخ ١٩٧٤/٣/١٩ وعدّل بالمرسوم التنظيمي رقم ٢٨٧ تاريخ ١٩٧٨/١/٢٥ وقد استهدف النظام الجديد بالدرجة الأولى معالجة الخلل في النظام السابق من حيث :

١- فصل الحسابات القومية عن حسابات المشروع بحيث أن النظام المحاسبي الجديد يلبي حاجة المشروع بالدرجة الأولى.
٢- أدخل النظام الجديد الحسابات الختامية المعروفة في المحاسبة (تشغيل ، متاجرة، أرباح وخسائر) في دليل الحسابات وجعلها أساساً لإقفال الموارد والاستخدامات.
٣- وضع قسم خاص لبيانات الحسابات القومية تستخرج إحصائياً.(النظام المحاسبي الموحد ودليل الحسابات ١٩٧٨). فما هو النظام المحاسبي الموحد وما هي جوانب قصور الافصاح المحاسبي فيه.

قصور القوائم المالية التي يقدمها النظام المحاسبي الموحد عن تقديم الإفصاح الكافي حال قيام سوق للأوراق المالية.

من خلال ما قدمه الباحث عن النظام المحاسبي، بدا واضحاً أن النظام المحاسبي لايتناول جانب القياس المحاسبي من نظرية المحاسبة المتعلقة بمفهوم المحافظة على رأس المال وتحديد تغيرات المركز المالي وخصائص عناصر القوائم المالية وتحديد أساس القياس المحاسبي التي تعتمد على الأصل وعلاقته المباشرة وغير المباشرة بالتدفقات النقدية وحسب، بل يتناول الجانب الآخر لنظرية المحاسبة والمتعلق بالإفصاح المحاسبي من حيث جودة المعلومات، أي المعلومات الواجب عرضها من حيث الأمانة، والملاءمة، وإمكانية المقارنة، والتوقيت والسهولة، والأهمية النسبية، وأهمية ذلك بالنسبة لمستخدمي القوائم المالية من مساهمين ومقرضين وحكومة (بكري ١٩٩٧/٢/١٠). فالإفصاح

المحاسبي يشكل نصف نظرية المحاسبة. فالهدف من الإفصاح المحاسبي هو إظهار المعلومات بشكل دقيق وأمين لخدمة مستخدميها سواءً كان هؤلاء من الدولة أم من المساهمين أم من المقرضين. الدكتور خالد أمين عبد الله عرّف الإفصاح المحاسبي على أنه " إظهار القوائم المالية لجميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث يعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة. ويوصف الإفصاح بالكامل، وبالعادل، وبالكافي أو المناسب" (عبد الله ١٩٩٤). وهكذا، فإن أهمية ومستوى الإفصاح المحاسبي ونوعيته يعتمد على المستفيدين منه. يقول الدكتور حسين القاضي " تحقق المحاسبة غايتها عن طريق الإفصاح، الذي يشمل تقديم المعلومات المحاسبية إلى المهتمين بالمحاسبة، عن طريق قوائم وبيانات تختلف بإختلاف المنفعة المنشودة، والتي تتأثر باختلاف الأطراف المستفيدين من تلك المعلومات من جهة وأختلاف مستواهم الثقافي ومعرفتهم بحقيقة الظروف الاقتصادية من جهة ثانية (القاضي ١٩٩١). ففي النظام الرأسمالي فإن الهدف من الإفصاح المحاسبي هو إظهار المركز المالي للمنشأة من حيث الربحية والسيولة والمديونية والإنتاجية، لتمكين المهتمين من إتخاذ القرار الاستثماري السليم، أما في النظام الاشتراكي حيث فقد الربح أهميته بالنسبة للمنشآت الاقتصادية وأصبح هدفاً ضمن أهداف المشروع الأخرى، أصبح الإفصاح على مستوى الوحدة والقطاع والمستوى القومي وتضمنت البيانات المحاسبية البيانات اللازمة لوضع خطة اقتصادية ومراقبة تنفيذها ومستوى أدائها وأصبح هناك حاجة إلى نظم محاسبية إحصائية موحدة تهتم بجمع بيانات الإنتاج السلعي وحسابات المدخلات – المخرجات ومايقتضيه ذلك من موازين سلعية مادية وبشرية (المصدرنفسه).

وهكذا، وطالما أن الهدف من النظام المحاسبي في الدول الاشتراكية ليس تقديم المعلومات عن ربحية المنشأة ومركزها المالي بل تقديم بيانات مالية إحصائية لخدمة الخطة الاقتصادية للدولة، وطالما أن النظام المحاسبي الموحد قد استهدف بالدرجة الأولى ربط حسابات المشروع بالحسابات القومية، لذلك فقد فصل النظام الحسابات القومية عن حسابات المشروع ووضع قسم خاص لبيانات الحسابات القومية حتى يحقق الغرض منه في وضع خطة اقتصادية سليمة للدولة وهذه الحسابات هي:

آ- حساب العمليات الجارية.

ب- قائمة الموارد والاستخدامات الرأسمالية.

جـ- قائمة الإنتاج والدخل.

د- الموازنة النقدية.

وقد تم إدخال الحسابات الختامية المعروفة في المحاسبة (تشغيل، متـــاجرة، آ/ح) في دليـــل الحسابات بموجب التعديل الصادر بالمرسوم التنظيمي رقم ٢٨٧ تاريخ ١٩٧٨/١/٢٥ وجعلـــها أساساً لإقفال الاستخدامات والموارد (النظام المحاسبي الموحد ١٩٧٨).

السؤال الآن، هل تقدم هذه الحسابات الختامية وبالشكل الذي قدمه النظام المحاسبي الموحد الإفصاح الكافي عن الوضع المالي للمنشأة وهل المعلومات التي تعكسها كافية لخدمة المستفيدين منها في تحليل الوضع المالي للمنشأة وتقدير مستوى أدائها وربحيتها، وهل تمكن النظام المحاسبي من حـــلّ مسألة القياس المحاسبي. وهل يمكن اعتبار هذه الحسابات ملائمة حال قيام ســـوق أوراق ماليـــة ؟ للإجابة على هذه التساؤلات لا بد من استعراض القوائم التي يقدمها النظام المحاسبي الموحد وبيـــان أسس اعدادها والهدف منها وطرق القياس المحاسبي المستخدمة، ولمن تقدم إفصاحاتهـــا. وبالتـــالي الوقوف على جوانب النقص فيها ووضع المقترحات اللازمة لتلافي النواقص فيها حال إقامة ســـوق للأوراق المالية.

الحسابات الختامية التي يقدمها النظام المحاسبي الموحد

نصّ النظام المحاسبي الموحد في الباب الرابع منه وفي المادة /٦٤/ على أن تستخرج في نهايـــة كل دورة مالية الحسابات التالية:

١- حساب التشغيل بالنسبة لكل معمل أو مركز إنتاج.

٢- حساب المتاجرة بالنسبة لكل معمل أو مركز إنتاج.

٣- حساب أرباح وخسائر عام.

٤- حساب توزيع الأرباح والخسائر.

وقد نصت المادة /٦٦/ من النظام على أنه يوضع كل من حساب التشغيل والمتـــاجرة والأربـــاح والخسائر وتوزيع الأرباح والخسائر والميزانية الختامية وفقاً للنماذج المرفقة بهذا النظام. فما هي هـــذه النماذج وما درجة الإفصاح التي تقدمها وما هو الهدف من الإفصاح الذي تقدمه ؟ للإجابة علـــى هذه التساؤلات لابد من تفحّص هذه النماذج ومحتوياتها من المعلومات المحاسبية. لذلـــك ســـيقدم الباحث شرحاً لحسابات المتاجرة والأرباح والخسائر وبيان مدى تقديم هذه الحسابات للإفصاحـــات الضرورية

١- حساب المتاجرة:

نص النظام المحاسبي الموحد على إعداد حساب المتاجرة على مرحلتين:

المرحلة الأولى: تهدف إلى قياس مجمل الربح أو العجز الناتج عن العمليات الإنتاجية دون أن يظهر تكلفة البضاعة المباعة.

المرحلة الثانية: تهدف إلى قياس مجمل الربح التجاري أو العجز التجاري.

إن مايؤخذ على حساب المتاجرة أنه لم يلحظ مردودات المبيعات ولا مردودات المشتريات بعين الاعتبار مع العلم أن مردودات المبيعات تعد مؤشراً هاماً على جودة الإنتاج وأداء الإدارة. كما أن النفقات التسويقية التي أخذها حساب المتاجرة بعين الإعتبار للوصول إلى الربح أو العجز التجاري هي جزء من حساب الأرباح والخسائر في المحاسبة المالية لأنها تشكل جزءاً أساسياً من تلكفة البضاعة المباعة للوصول إلى مجمل الربح الذي يتشكل في المحاسبة المالية من " المبيعات – تكلفة البضاعة المباعة". علاوة على ذلك فإن حساب المتاجرة أخذ بعين الاعتبار كافة الإعانات التصديرية منها وإعانات الإنتاج واعتبرها جزءاً من الإيرادات الناتجة عن عمليات المتاجرة في المنشأة علماً أن هذه الإعانات لاعلاقة لها بعمليات المنشأة. ويجب أن تُلحظ ضمن حسابات المنشأة في حساب الأرباح والخسائر ضمن الإيرادات الاستثنائية.

٢- حساب الأرباح والخسائر:

يظهر حساب الأرباح والخسائر صافي الربح القابل للتوزيع. ونص النظام المحاسبي الموحد على تقسيم حساب الأرباح والخسائر على مرحلتين (السقا ١٩٩١):

المرحلة الأولى: وتهدف إلى الوصول إلى رقم صافي الربح أو العجز قبل تسجيل ضريبة الدخل وتشمل على الربح أو العجز التجاري المحول من حساب المتاجرة يضاف في الطرف المدين تكاليف مراكز الخدمات الإدارية والتمويلية "كالأجور، والمستلزمات السلعية والمستلزمات الخدمية، والمصروفات الجارية" والتحويلات الجارية التخصيصية مثل "التبرعات،إعانات للغير وغرامات، خسائر رأسمالية، مصروفات سنوات سابقة، ديون معدومة وأعباء المؤونات". أما في الطرف الدائن فيضاف إلى الربح التجاري، إيرادات تحويلية وهي الإيردات التي تحصل عليها المؤسسة من غير نشاطها مثل "إيردات الأوراق المالية، فوائد دائنة، أرباح

رأسمالية، إيرادات سنوات سابقة، تعويضات وغرامات على الغير" وفرق الإيجلو المحسوب. والرصيد يمثل صافي الربح أو صافي العجز قبل الضريبة.

المرحلة الثانية: من الحساب وتهدف إلى الوصول إلى صافي الربح القابل للتوزيع بعد حسم ضريبة الدخل.

إن النظام المحاسبي الموحد أخذ بتوزيع تكاليف المراكز الإدارية والمالية المباشرة بشكل إجمالي على مستوى المنشأة عامة . والسبب في ذلك أن النظام يهدف من المعلومات التي تحتويها هذه الحسابات تقديم إفصاحات إلى الجهات المختلفة في الدولة من المنشأة وحتى الوزارة وإلى هيئة التخطيط ولا يهدف إلى تقديم افصاحات اللازمة لبيان المقدرة الكسبية للمنشأة فالهدف من هذه المعلومات هو تخطيطي اقتصادي وليس من أجل التحليل المالي خدمة للمقرضين والمساهمين كما هو الحال في شركات ومنشآت القطاع الخاص التي تتبع نظام المحاسبة المالية والتي يكون الهدف الأساسي من قوائمها المالية إظهار المقدرة الكسبية للمنشأة.

4- حساب توزيع الأرباح والخسائر:

يُظهر هذا الحساب كيفية التصرف بالدخل القابل للتوزيع وقد وزّع النظام الأرباح إلى مجموعتين:

1- مجموعة الربح المحتجز ويتشكل من الاحتياطيات المختلفة التي نص عليها النظام كالاحتياطي القانوني واحتياطي الاستثمار في سندات حكومية، واحتياطي تمويل المشروعات، واحتياطي ارتفاع أسعار الموجودات.

ولابد من التنويه هنا أن تكوين هذه الاحتياطيات يخضع لسياسات مختلفة تتحكم بتكوينه كل من المنشأة العامة والوزارة وهيئة التخطيط. كما أنه لا بد من التنويه إلى أن هذه الاحتياطيات تحوّل إلى الدولة بحيث لا يمكن الاستفادة منها للأغراض التي كونت من أجلها، بل على المنشأة التي تحتاج إلى تجديد موجوداتها مثلاً أن تطلب ذلك من الدولة لا أن تستخدم الاحتياطيات التي كونتها من أجل ذلك. المشكلة أن الدولة ربما تستجيب لذلك وربما لا.

2- مجموعة الربح الموزع سواء إلى الدولة، للمساهمين، وحصص أخرى.

5- الميزانية الختامية:

٥- الميزانية الختامية:

لقد تناول النظام المحاسبي الموحد الميزانية وحدد أسساً جديدة لتبويبها والعناصر الداخلة ضمن بنودها المختلفة وذلك لأن الهدف من الإفصاح عن المعلومات التي تحتويها الميزانية حسب النظام المحاسبي الموحد هو تقديم معلومات للهيئات الاقتصادية المسؤولة عن وضع الخطة العامة للدولة وموازنتها، فهي تقدم معلومات إلى إدارة المشروع وللإدارات الأعلى لخدمة الحسابات القومية. المرسوم التنظيمي رقم ٢٨٧ لعام ١٩٧٨ المتعلق بالنظام المحاسبي الموحد عرّف الميزانية على أنها " تصور المركز المالي للمؤسسة بوضوح وتمكن من استخراج المعلومات اللازمة للتخطيط المالي والتعرف على التكوين الرأسمالي ومكوناته ومصادر تمويله". وهكذا، تم تبويب الميزانية حسب المفهوم الاقتصادي لعناصر الموجودات والتي لاتفيد في عملية التحليل المالي للمنشأة (السقا ١٩٩١، فلوح ١٩٨٧).

لقد قسم النظام المحاسبي الموحد عناصر الموجودات إلى ثماني مجموعات:

المجموعة الأولى: وتضم الأصول الثابتة وضمنّها الأصول الثابتة المعنوية.

المجموعة الثانية: مشروعات تحت التنفيذ.

المجموعة الثالثة: المخزون.

المجموعة الرابعة: إقراض طويل الأجل يتعلق بتعامل وحدات القطاع العام مع بعضها بعضاً مع العلم أن هذا الحساب كان لايظهر في ميزانيات المنشآت المالية (السقا ١٩٩١).

المجموعة الخامسة: توظيفات مالية: لم يميز النظام بين توظيفات طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

المجموعة السادسة: المدينون من زبائن وأوراق قبض وسلف وتأمينات وأوراق برسم التحصيل.

المجموعة السابعة: حسابات مدينة مختلفة من مدينون مختلفون، أرصدة مدينة أخرى، إيرادات جارية تخصيصية مستحقة، ومصروفات جارية تخصيصية.

المجموعة الثامنة: أموال جاهزة، من نقدية بالصندوق إلى الحسابات المختلفة للمصرف وأوراق برسم التحصيل والسلف الدائنة.

كما قسم النظام المطاليب إلى سبع مجموعات هي:

المجموعة الأولى: رأس المال المدفوع وغير المدفوع واستثمارات المؤسسة تنفيذاً للخطة.

المجموعة الثانية: الاحتياطيات المتنوعة.

المجموعة الثالثة: الاهتلاكات.

المجموعة الرابعة: المؤونات.

المجموعة الخامسة: قروض طويلة الأجل.

المجموعة السادسة: الدائنون المختلفون.

المجموعة السابعة: حسابات دائنة مختلفة.

يظهر هذا التبويب لعناصر الموجودات والمطاليب أن النظام قد وضع أسساً جديدة لتبويب عناصر الميزانية تختلف عن الأسس والقواعد المتبعة في المحاسبة المالية. لقد بوب النظام الموجودات حسب المفهوم الاقتصادي لها وعلاقتها بحساب رأس المال والحساب المالي في الحسابات القومية كما أنه بوّب المطاليب حسب مصادر التمويل الداخلي والخارجي انسجاماً مع حساب رأس المال والحساب المالي أيضاً في الحسابات القومية.

أسس تبويب عناصر الميزانية
في ظل النظام المحاسبي الموحد

لقد قسّم النظام المحاسبي الموجودات والمطاليب لعناصر الميزانية على أساس المدلول الاقتصادي لكل مجموعة، وإمكان الربط بين حسابات الميزانية مع حساب رأس المال والحساب المالي المفتوحين في الحسابات القومية ووضع قائمة الموارد والاستخدامات (د. السقا ١٩٩١). لقد ميّز النظام بين الأصول التي تمثل جزءاً من رأسمال المجتمع مثل الأصول الثابتة حـ/١١ ومجموعة المشروعات تحت التنفيذ حـ/١٢ ومجموعة المخزون حـ/١٣، والأصول التي تمثل حقوقاً مالية للمشروع تجاه الغير مثل الإقراض طويل الأجل حـ/١٤ والتوظيفات المالية حـ/١٥ والمدينين حـ/١٦ والحسابات المدينة المختلفة حـ/١٧ والأموال الجاهزة حـ/١٨. كما ميّز النظام ضمن الأصول التي تمثل رأسمال المجتمع وثروته الحقيقية بين الأصول المستخدمة في الإنتاج حـ/١١ والأصول التي لم يتم إعدادها بعد حـ/١٢ وذلك لإمكان حساب المعاملات الاقتصادية الفنية لرأس المال بالنسبة للعمل وبالنسبة للإنتاج، وهي من البيانات الضرورية لتخطيط برامج الاستثمار تخطيطاً سليماً (المرجع نفسه).

وتتجلى عملية الربط بين حسابات الموجودات وكل من حساب رأس المال والحساب المالي المفتوح في الحسابات القومية من خلال تحميل الزيادة في المجموعات الثلاث الأولى حـ/١١ و

حـ/١٢ و حـ/١٣ لحساب رأس المال أما الزيادة في المجموعات المتبقية من الأصول من الحساب حـ/١٤ إلى الحساب حـ/١٨ التي تتعلق بالحساب المالي.

ويتجلى الأساس الاقتصادي لتصنيف عناصر المطاليب من خلال تصنيفه لها حسب مصدر تمويل المشروع وقسمها إلى مصادر تمويل داخلية مصدرها الزيادة في الاحتياطيات، والاهتلاكات، والمؤونات واعتبرها مورداً لحساب رأس المال على المستوى القومي، ومصادر تمويل خارجية مصدرها الزيادة في القروض الدائنة والحسابات الدائنة الأخرى وتعتبر مورداً للحساب المالي على المستوى القومي. ونظراً لاختلاف الأسس التي اتبعها النظام المحاسبي في تبويب الميزانية عن الأسس المتبعة في المحاسبة المالية، والتي كان الهدف منها خدمة الحسابات القومية والتخطيط الاقتصادي وليس بيان الوضع المالي الحقيقي للمنشأة ومقدرتها الكسبية، لذلك يرى الباحث ضرورة إظهار الملاحظات الرئيسية التالية على أسس تبويب الميزانية واختلافها عن أسس تبويب الميزانية في المحاسبة المالية:

أولاً: بالنسبة للموجودات الثابتة الحساب رقم ١١ يلاحظ أن النظام لم يظهر كل من المجموعات الثلاث المكونة للموجودات الثابتة والتي هي "الموجودات الثابتة المادية، الموجودات الثابتة الوهمية، كالنفقات الإيرادية المؤجلة، كنفقات التأسيس وأبحاث بدء التشغيل والحملات الإعلانية، والموجودات المعنوية، كحق الامتياز وبراءة الاختراع وشهرة المحل. ولابد لأجل توضيح طبيعة كل نوع من هذه الموجودات الثابتة من فصل كل نوع منها عن الآخر وإظهاره بشكل واضح ضمن مجموعة القيم الثابتة التي تشمل الموجودات الثابتة المادية، الموجودات الثابتة الوهمية، الموجودات الثابتة المعنوية، والموجودات الثابتة الأخرى (د. فلوح ١٩٨٧). وأثر كل منها على المركز المالي للمنشأة.

ثانياً: عمل النظام على إظهار المشروعات تحت التنفيذ في مجموعة مستقلة من عناصر الميزانية وذلك لخدمة الحسابات القومية وتخطيط برامج الاستثمار حيث ميز بين الأصول المستخدمة في الإنتاج والأصول التي لم تستخدم بعد إلا أن دراسة التركيب المالي للمشروع تقتضي اعتبار هذه الاستثمارات جزءً من القيم الثابتة للمشروع ضمن مجموعة الموجودات الثابتة الأخرى.

ثالثاً: اعتبر النظام المحاسبي الموحد الأرض ضمن مجموعة الأصول الثابتة في جميع الأحوال، وكذلك الأمر للعقارات المبنية للإسكان وذلك انسجاماً مع المفاهيم الاقتصادية التي تعتبر الإضافات التي تدفع لإستصلاح الأراضي والأبنية بمثابة تكوين رأسمالي ثابت على المستوى القومي. وهذا

مخالف لقواعد المحاسبة المالية التقليدية التي تعتبر الأرض تارةً أصلاً ثابتاً وتارةً أصلاً متـــداولاً إذا كان الهدف من الحصول عليها استعمالها في الإنتاج أو الإتجار بها (د. السقا ١٩٩١).

رابعاً: أفرد النظام مجموعة مستقلة للإقراض طويل الأجل سواءً الإقـــراض المحلـــي أو الإقـــراض الخارجي انسجاماً مع متطلبات تعامل وحدات القطاع العام مع بعضها بعضاً. ونظراً لأنه يمثل توظيفاً مالياً طويل الأجل، يجب أن يظهر ضمن الموجودات الثابتة الأخرى وذلك لأغـــراض التحليل المالي عملاً بمبادئ المحاسبة المالية (د. فلوح ١٩٨٧).

خامساً: لم يميز النظام بين التوظيفات طويلة الأجل والتوظيفات قصيرة الأجل، بل نص على مجموعة واحدة من التوظيفات المالية، في حين أن المحاسبة المالية تقتضي بإظهار الاســـتثمارات طويلـــة الأجل ضمن مجموعة الأصول الثابتة والاستثمارات قصيرة الأجل ضمن مجموعـــة الأصـــول المتداولة (د. السقا ١٩٩١، د. فلوح ١٩٨٧).

سادساً: يُلاحظ أن النظام المحاسبي أظهر الأصول الثابتة بتكلفتها الأصلية في طـــرف الموجـــودات وأظهر الاهتلاكات في طرف المطاليب على اعتبار أن الاهتلاكات تمثل مصدراً من مصـــادر التمويل الذاتي في المشروع من جهة كما أن الزيادة في تكلفة الأصول الثابتة تدخـــل ضمـــن التكوين الرأسمالي الثابت من جهة أخرى. وهذا مغاير لقواعد المحاسبة المالية التي تغطي بإظـهار الأصول الثابتة بقيمتها الصافية وذلك لأغراض التحليل المالي وإظهار المركز المالي الحقيقـــي للمنشأة.

سابعاً: كذلك الأمر بالنسبة للمؤونات حيث ظهرت في جانب المطاليب من الميزانية في الحساب ٢٤ الذي يضم أنواع المؤونات المختلفة، على اعتبار أن المؤونات تعتبر من مصادر التمويل الـذاتي للمشروع. وظهرت الموجودات المتداولة بقيمتها الدفترية بطرف الموجوادت وهذا مخـــالف لقواعد المحاسبية المالية التي تقضي بإظهار الموجودات المتداولة بقيمتها الدفترية مطروحاً منـــها المؤونات المكونة بسببها كمؤونة الديون المشكوك فيها ومؤونة هبوط أسعار البضائع.

ثامناً: ميز النظام المحاسبي الموحد بين نوعين من الاعتمادات المستندية:

١- اعتمادات مستندية مخصصة لشراء أصول ثابتة، صنّفها النظام ضمن مجموعة المشـــروعات تحت التنفيذ.

٢- اعتمادات مستندية لشرء بضائع، صنّفها ضمن عنـــاصر المخـــزون معتـــبراً أن هـــذه الاعتمادات هي سلع ضمن مجموعة المخزن.

وذلك خلافاً لقواعد المحاسبة المالية التي تعتبر أن الاعتمادات المستندية كانت تصنّف سابقاً ضمن عناصر الأصول المتداولة. وذلك لأن الاعتمادات المستندية لاتعد ذمة ماليةً مستحقةً للمشروع بل تمثل في الواقع موجودات يتم الحصول عليها في المستقبل. إن اعتبار هذه الاعتمادات ضمن عناصر المخزن يؤثر بشكل سلبي على معدل دوران المخزون عند عملية التحليل المالي، لأنها تعتبر موجودة في المخزن بينما هي في الواقع العملي غير موجودة وبالتالي تؤدي إلى تضخم موجودات المخزن بشكل وهمي وبالتالي عدم إظهار القيمة الحقيقية للمخزون وهذا يتعارض مع مبدأ الإفصاح المحاسبي الذي يقضي بإظهار القيمة الحقيقية للمخزون للوصول إلى الوضع المالي الحقيقي للمنشأة.

تاسعاً: ألغى النظام حساب السندات من طرف المطاليب من الميزانية الأمر الذي يدل على أنه لم يعد يسمح لوحدات القطاع العام الاقتصادي بالاقتراض بواسطة سندات تطرح على الاكتتاب.

هذه أهم الملاحظات التي يمكن إبرازها على أسس تبويب عناصر الأصول في الميزانية حسب النظام المحاسبي الموحد.

أما فيما يتعلق بجانب المطاليب، فإن النظام بوّبها بشكل ينسجم مع المفاهيم الاقتصادية أكثر مما ينسجم مع مفاهيم المحاسبة المالية، لذلك جاء تبويب المطاليب حسب مصادر التمويل الداخلي والخارجي انسجاماً مع حساب رأس المال والحساب المالي على المستوى القومي. فالزيادة في المؤونات والاهتلاكات والاحتياطيات تعتبر مصدراً من مصادر التمويل الذاتي (الداخلي) للمشروع وتضاف لحساب رأس المال، بينما الزيادة في القروض طويلة الأجل، والدائنون، والحسابات الدائنة المختلفة تعبر عن مصادر التمويل الخارجي وتعد مورداً للحساب المالي على المستوى القومي. وهذا مخالف لقواعد المحاسبة المالية التي تصنف المطاليب حسب درجة الاستحقاق إلى مطاليب قصيرة الأجل ومطاليب طويلة الأجل ورأس المال الخاص وذلك لبيان إمكانية مواجهة ديون المنشأة في مواعيداه المحددة.

لابد من التنويه إلى أن النظام المحاسبي قد وحد قواعد استخراج بيانات الحسابات القومية ونص على مضمون هذه البيانات وكيفية ربطها بدليل الحسابات تسهيلاً لاستخراجها بشكل إحصائي وتشمل هذه البيانات:

١- حساب العمليات الجارية.

٢- قائمة الموارد والاستخدامات الرأسمالية.

٣- الموازنة النقدية.

٤- قائمة الإنتاج والدخل.

ولما كانت هذه الحسابات تتعلق بالحسابات القومية والتخطيط المالي والاقتصادي على المستوى القومي وليس من أجل التحليل المالي لبيان الوضع المالي والمقدرة الكسبية للمنشأة، فإن الباحث يرى عدم ملاءمة ماتقدمه هذه البيانات من إفصاح مناسب لقيام سوق أوراق مالية في سورية، خصوصاً، وأن هذه الحسابات سواءً الحسابات الختامية (متاجرة، أ.خ ، ميزانية) أم الحسابات التكميلية لاتقدم الوضع المالي الحقيقي للمنشأة وهناك صعوبات في استخدامها في أعمال التحليل المالي بهدف الوصول إلى المقدرة الكسبية للمشروع لخدمة المساهمين والمقرضين، فإذا أراد المحلل المالي أو أي شخص آخر مهتم دراسة سيولة المنشأة من خلال مؤشرات السيولة المستخدمة في المحاسبة المالية، فأول مايتبادر إلى ذهنه دراسة رأس المال العامل ورأس المال العامل الصافي ونسبة التداول ونسبة التداول السريعة فهل يمكن استخراج هذه المؤشرات من خلال القوائم والبيانات التي يقدمها النظام المحاسبي الموحد؟ كما نعلم فإن رأس المال العامل هو الموجودات المتداولة في المنشأة، فهل الموجودات المتداولة حسب النظام تمثل رأس المال العامل؟ أرى أن ذلك غير ممكن للأسباب التالية:

١- إن النظام اعتبر الأراضي والمباني أصولاً ثابتة بشكل دائم حتى ولو كانت للإتجار بها. فإن كانت المنشأة تقوم بالإتجار بالأراضي أو المباني فمن المفروض أن تكون هذه الموجودات، موجودات متداولة لكن حسب النظام المحاسبي فإنها تعتبر أصولاً ثابتة وبالتالي لاتدخل ضمن رأس المال العامل.

٢- إن الموجودات المتداولة تظهر بقيمتها الدفترية دون تخفيض المؤونات وهذا يؤدي إلى تضخم رأس المال العامل وإظهاره بشكل غير حقيقي لأن المؤونات تظهر في جانب المطاليب وتعتبر مصدراً من مصادر التمويل الذاتي للمشروع.

كذلك الأمر فإن إمكانية دراسة نسبة السيولة "نسبة التداول أو نسبة السيولة السريعة" غير ممكن للملاحظات السابقة على الموجودات المتداولة والتي تشكل رأس المال العامل. وبنفس الوقت لا يمكن استخراج رأس المال العامل الصافي حتى أنه في جانب المطاليب لم يميز النظام بين الإقراض طويل الأجل والذي يعتبر من المطاليب الثابتة والإقراض قصير الأجل الذي يعتبر من المطاليب المتداولة كذلك الأمر بالنسبة للتوظيفات المالية، فإن النظام لم يميز بين التوظيفات قصيرة الأجل والتي تعتبر أصولاً متداولة والتوظيفات طويلة الأجل التي تعتبر أصولاً ثابتة حسب المحاسبة

المالية، وهذا ينعكس بشكل سلبي على كافة المؤشرات الأساسية كمؤشرات الربحية، ومعدل الدوران، والإنتاجية التي يمكن استخراجها من الحسابات لأغراض التحليل المالي.

كذلك الأمر حين مقارنة الإفصاحات التي تقدمها أرصدة الحسابات الختامية حسب النظام المحاسبي مع الإفصاحات التي تقدمها أرصدة قائمة الدخل حسب المحاسبة المالية نجد أن القائمة تقدم إفصاحات أفضل وأشمل، فالقائمة تبرز الإيرادات والمصروفات في مجموعات متماثلة وتراعي إظهار البنود التي تساعد على تقييم مقدرة المنشأة في توليد الإيراد فهي تظهر الأرصدة التالية:

- ربح / خسارة النشاط الرئيسي لعمليات المنشأة.
- ربح / خسارة النشاطات العرضية ذات الصفة الاستمرارية أو الدورية (إيردات الإيجارات مثلاً).
- ربح / خسارة الأنشطة العرضية محتلمة التوقف أو غير المتكررة (بيع أصول، إيرادات عرضية ..).
- المصروفات المباشرة التي تتغير مع حجم العمليات.
- المصروفات غير المباشرة.
- المصروفات الثابتة التي لاتتأثر بحجم العمليات خلال الدورة المالية.
- إبراز الإعانات الحكومية كبند مستقل بعد نتائج الأعمال.

وتظهر قائمة الدخل على الصورة التالية:

– صافي المبيعات "الإيرادات" من العمليات الرئيسية.

– يطرح "تكلفة المبيعات" وهي تمثل مصروفات الحصول على الإيراد.

= النتيجة إجمالي الربح أو إجمالي الخسارة من العمليات.

– يطرح المصاريف الإدارية.

– يطرح مصروفات البيع والتوزيع.

= النتيجة صافي ربح العمليات.

+ يضاف الدخل من العمليات التي توقفت

+ يضاف الدخل من العمليات غير المتكررة.

= النتيجة صافي الربح أو الخسارة قبل البنود الاستثنائية.

+ يضاف الأرباح "الخسائر" من البنود الاستثنائية (الكوارث، زلازل، براكين*).
= النتيجة صافي الربح أو الخسارة قبل الضريبة.
نطرح الضرائب
= الربح بعد الضريبة.

أما بالنسبة لحساب الأرباح والخسائر حسب النظام المحاسبي الموحد فإنه يظهر رصيدين اثنين. الأول: صافي الربح قبل الضريبة وذلك من خلال إضافة كافة الإيرادات التي تحصل عليها المنشأة من عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية (الاستثنائية والإعانات) إلى الربح التجاري المرحل من حساب المتاجرة وتخفيض كافة النفقات التشغيلية وغير التشغيلية (التحويلات الجارية التخصيصة) لنصل إلى صافي الربح قبل الضريبة، وفي المرحلة الثانية تخفض الضريبة من الرصيد لنصل إلى صافي الربح القابل للتوزيع. إن هذا الحساب لايقدم الإفصاحات المطلوبة والتي تظهر في قائمة الدخل وفق المحاسبة المالية كرصيد صافي ربح العمليات الذي يعتبر من أهم الأرصدة والذي يبين نتائج عمليات المنشأة من ربح أو خسارة وبالتالي المقدرة الكسبية للمنشأة من عملياتها وليس من الإعانات والتبرعات أو من بيع جزء من أصولها. كما أن حساب الأرباح والخسائر حسب النظام لا يظهر تكلفة البضاعة المباعة للوصول إلى مجمل الربح الذي تظهره قائمة الدخل. إن إظهار الربح المجمل وكلفة البضاعة يبين فيما إذا كانت كلفة الحصول على الإيرادات عالية أم منخفضة وبالتالي يقدم إفصاح أشمل يسمح للمحلل المالي والإدارة من تبيان مراكز الضعف أو القوة التي تسبب الخسارة أو الربح.

وهكذا، فإن هناك العديد من الملاحظات التي يمكن إبرازها على قصور النظام المحاسبي الموحد في تقديم الإفصاح الكافي لقيام سوق للأوراق المالية. هذا القصور ناتج ليس من طبيعة النظام وحده بل من الهدف الذي وضع النظام من أجله والمتمثل بتقديم بيانات إحصائية لخدمة الحسابات القومية وليس تقديم قوائم مالية لبيان الوضع المالي للمنشأة ومقدرتها الكسبية. وهكذا، من خلال النظام المحاسبي الموحد فقد الربح أهميته وأصبح الاهتمام منصباً على مبدأ التخطيط الشامل، والملكية العامة لوسائل الإنتاج، وتوزيع عوامل الإنتاج على الأنشطة الاقتصادية في إطار الخطة الاقتصادية المرسومة وبالتالي أصبح الهدف الرئيسي للنظام هو:

١- توفير البيانات الأساسية اللازمة لمستويات القطاع العام الاقتصادي (السقا ١٩٩١) وهي:

* يقصد بالربح في حال الكوارث والزلازل ، هو قيمة تفاضل قيمة بوليصة التأمين مع الخسائر الناتجة عن هذه الكوارث.

- مستوى الوحدة الاقتصادية، فقد راعى النظام توفير البيانات اللازمة لتحليل نتائج الأعمال والبيانات اللازمة لرسم السياسات واتخاذ القرارات على مستوى المشروع.
- مستوى جهاز الإشراف والرقابة النوعية للمؤسسات، حيث اهتم النظام بتوثيق البيانات اللازمة للمؤسسة العام للإشراف والرقابة والتنسيق والتوجيه على الوحدات الاقتصادية وذلك بواسطة الموازنات التقديرية والموازنات النقدية.
- مستوى الوزارة المشرفة: وذلك من خلال توفير البيانات اللازمة لإشراف الوزارة على الأمور المتعلقة بها بواسطة الموازنات التقديرية وأيضاً الموازنة النقدية.
- المستوى القومي: فجميع البيانات الواردة من المستويات الأدنى بعد توحيدها تعطي مدلولاً شاملاً وضرورياً لأعمال التخطيط وحسابات الدخل القومي. فالحسابات التي نص النظام على فتحها تمكن من استخراج التكوين الرأسمالي الإجمالي والضرائب والرسوم والقيمة المضافة وسائر البيانات اللازمة لحسابات الدخل القومي.

٢- ركز النظام المحاسبي في حساباته على القوائم التكميلية التي هي الأساس ففي إعداد الخطة الاقتصادية للدولة والتي تظهر فائض القيمة المضافة والاستهلاكات الوسيطة وإجمالي إيرادات النشاط الجاري وإظهار الفائض أو العجز النقدي بين هذه الوحدات.

٣- بوّب النظام الميزانية بشكل يخدم الحسابات القومية وليس بشكل يخدم التحليل المالي وإظهار المركز المالي الحقيقي للمنشأة. فالميزانية تبوب حسب النظام حسب الوظيفة الاقتصادية لها حيث يتم التميز بين التكوين الرأسمالي والإقراض الرأسمالي والموارد الرأسمالي والإقتراض في حين أن الميزانية يجب أن تبوب حسب السيولة والاستحقاق إذا كان الهدف منها إظهار الوضع المالي الحقيقي للمنشأة وإظهار مقدرة المنشأة على مواجهة أعباءها.

٤- بالنسبة لأسس تقييم عناصر الميزانية، فقد أخذ النظام بمبدأ التكلفة التاريخية كأساس للتقييم كما هو في المحاسبة المالية مع بعض الاستثناءات (السقا ١٩٩١):

أ- ساير النظام المحاسبي العرف المحاسبي بتقييم الأصول الثابتة بالتكلفة، إلا إنه خرج عن هذا العرف عندما اعتبر الأرض والبناء أصلاً ثابتاً على الدوام.

ب- لم يأخذ النظام المحاسبي أي اعتبار لقيمة النفاية بنهاية العمر المنتج لأي أصل ثابت، وهذا مخالف للمحاسبة المالية التي تأخذ قيمة النفاية بنهاية العمر المنتج، وحين حساب الاهتلاكات السنوية للأصل الثابت.

جـ- لم يخضع النظام المشروعات تحت التنفيذ للاهتلاك إلا عند المباشرة باستعمالها في الإنتاج، وتقويمها بالتكلفة الدفترية.

٥- نص النظام على تقويم المستلزمات السلعية عند صرفها للإنتاج على أساس متوسط تكلفة الوحدة المتحرك هو متوسط السعر بعد كل إضافة

$$\frac{\text{تكلفة الرصيد + تكلفة القيمة المضافة}}{\text{كمية الرصيد +كمية الإضافة}}$$

وتجدر الإشارة إلى أن طريقة التقويم هذه تؤدي إلى الاحتفاظ برأس المال النقدي للوحدة وليس رأس المال الحقيقي نظراً لما يطرأ من تقلبات على القوة الشرائية للنقود. إلا أن هذه الطريقة تؤدي إلى التخفيف من حدة تقلبات الأسعار. وتأسيساً على ذلك يرى الدكتور القاضي "أن الأرباح النقدية من خلال التكلفة التاريخية لاتعكس بالضرورة الزيادة أو النقص في الثروة معبراً عنها بمصطلحات القوة الشرائية في فترات الارتفاع الجوهري للأسعار. فهي لاتمثل دخلاً حقيقياً يمثل قاعدة لبناء نماذج القرارات ... إن التسجيل المحاسبي على أساس التكلفة التاريخية لا يصلح لتقديم معلومات محاسبية تمثل حقائق اقتصادية في تاريخ الإفصاح عن القوائم المالية ... بحيث تمثل الميزانية المعدة على هذا الأساس سجلاً تاريخياً وليس بياناً بالثروة الجارية للمشروع ... ومن أهم مزايا التكلفة التاريخية أنها تقلل للحد الأدنى تأثير الحسابات بالآراء الشخصية للأشخاص الذين يعدونها ... ومن أهم عيوبها هي أن الوحدة التي تمثل معادلاً عاماً لجمع وتلخيص الحسابات ليست وحدة قياس ثابتة، إذ أن هناك نقصاً محتماً في القوة الشرائية للنقود وأرصدة البنوك والمدينين والدائنين في فترة إرتفاع الأسعار. وأن هذا النقص يبقى بعيداً عن التأثير في الأرباح والخسائر في ظل التكلفة التاريخية. بالإضافة إلى أن التكلفة النقدية للمواد والبضائع المبيعة ليست كافية خلال فترات إرتفاع الأسعار لمقابلة تكلفة استبدال الحجم نفسه من المخزون المستهلك، وكذلك فإن مخصصات الاستهلاك المكونة حسب التكلفة التاريخية غير كافية لاستبدال الأصول الثابتة عند إنتهاء العمر الإنتاجي لتلك الأصول ؟؟ (القاضي ١٩٩١).

وبالرغم من الإنتقادات الموجهة للتكلفة التاريخية كأساس للتسجيل والقياس المحاسبي، إلا أنها تبقى الطريقة الأكثر مناسبة في ظل أزمة القياس المحاسبي بين الطرق المتعددة كطريقة محاسبة المستوى العام للأسعار (محاسبة القوة الشرائية) والتي تعتني بمسألة التضخم النقدي والتي لم يتم تبنيها إلا من قبل عدد قليل من المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية وتم رفضها في بريطانيا من قبل لجنة سانديلاندز ١٩٧٥ (المرجع نفسه) والتي تبنت طريقة القيمة الجارية للأصل، والتي تمثل القيمة

الاقتصادية للأصل بحسب الاستعمال الذي وضع فيه. ويمكن حسابها بناء على ذلك بجمع التدفقات النقدية المتوقعة من هذا الاستعمال. إلا أنه لا يمكن تطبيق هذه الطريقة على كافة الأصول خصوصاً الأصول غير المؤكدة التدفق النقدي، حيث تستخدم صافي القيمة البيعية أو تكلفة الاستبدال كبديل عن هذا المفهوم النظري للقيمة.

أما في الولايات المتحدة فقد أصدرت هيئة معايير المحاسبة المالية FAB بيانها رقم /٣٣/ وقد طلب هذا البيان من الشركات التي تزيد موجوداتها عن بليون دولار بعد طرح الاستهلاك أو أن مخزونها وممتلكاتها وتجهيزاتها قبل مخصص الاستهلاك تبلغ أكثر من ١٢٥ مليون دولار أن تعد معلومات إضافية تدعم القوائم المالية التقليدية أهمها:

١. دخل التكلفة التاريخية معدلاً لإظهار أثر تغيير مستويات الأسعار العامة والخاصة.

٢. الربح والخسارة في القوة الشرائية على صافي عناصر النقدية.

٣. التكلفة الجارية للمخزون والممتلكات والتجهيزات والمعدات عن السنة المنتهية.

٤. التغييرات خلال العام في التكاليف الجارية المذكورة أعلاه والمنسوبة إلى تغييرات السعر العلم أو الخاص.

٥. مقارنة لخمس سنوات بالنسبة للدخل الإجمالي والدخل السنوي المكتسب لكل سهم. وصافي الأصول المعدلة لأجل التغييرات في مستويات الأسعار وتوزيعات الأرباح على الأسهم والسعر السوقي لكل سهم ومتوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك لكل سنة من السنوات الخمس موضوع المقارنة (المرجع نفسه).

المبحث الثاني

قصور النظم المحاسبية المعمول بها في القطاع الخاص عن تقديم الإفصاح المناسب لقيام سوق أوراق مالية

إن مهنة المحاسبة كغيرها من المهن، لها دورها ومكانتها وأهميتها في المجتمعات المتطورة. حيث أفردت لها بحوث ودراسات أدت إلى تطورها بما يتلاءم مع التطورات الاقتصادية والمالية في العالم. خصوصا، بعد أزمة الكساد في الولايات المتحدة عام ١٩٢٩ والتي عزيت بشكل أساسي إلى تخلف جانب الإفصاح المحاسبي وتقديم بيانات وقوائم مالية مضللة مما أدى إلى إصدار الولايات المتحدة قانوني ١٩٣٣ و ١٩٣٤، هذان القانونان اللذان طورا هذا الجانب بشكل كبير وأديا إلى إيجاد هيئة تداول الأوراق المالية التي كان لها دور أساسي وهام في تطوير مهنة المحاسبة والإفصاح المحاسبي (Skousen ١٩٨٣, Bedford ١٩٧٣). ونظرا لأهمية مهنة المحاسبة على المستوى الدولي وضرورة إيجاد معايير دولية للمحاسبة نظرا لتطور العلاقات الدولية الاقتصادية والمالية، فقد حصل تعاون دولي في هذا المجال أدى في ٢٩ أيار ١٩٧٣ إلى ظهور لجنة الأصول الدولية للمحاسبة" إلى حيز الوجود، هذه اللجنة عملت على وضع ونشر الأصول الدولية للمحاسبة بهدف تعزيز وتطوير مهنة المحاسبة (المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ١٩٩٢).

ولا شك أن مهنة المحاسبة في سورية قد تأثرت بالتطورات الاقتصادية التي حصلت في سورية والتطورات التي حصلت على مهنة المحاسبة في العالم، ولكن تأثر هذه المهنة وتطورها في سورية لم يكن بالمستوى الذي حصل في كثير من دول العالم، وذلك بسبب الظروف الاقتصادية التي مر بها القطر من تأميم الكثير من الشركات المساهمة وتصفية شركات أخرى بشكل طوعي نتيجة للتوجهات الاقتصادية للقطر سواء خلال فترة الوحدة أو خلال المرحلة الأولى من عمر الثورة ١٩٦٣ إلى ١٩٧٠. فلم يبق هناك شركات مساهمة او مؤسسات اقتصادية كبيرة تستوجب تطوير مهنة المحاسبة

واللحاق بالتطورات التي طرأت عليها على المستوى الدولي. فالشركات والمحال التجارية التي بقيت، لم تكون سوى محال صغيرة لاتحتاج لأكثر من ماسكي دفاتر، وبالتالي لم يحصل أي تطور على هذه المهنة لأنه لم يبق من له مصلحة بذلك. لذلك فإن بحثنا سوف يتركز على مدى كفاءة الإفصاح الذي تقدمه القوائم والبيانات المالية المقدمة من قبل القطاع الخاص الاقتصادي في سورية ونبين مدى إنسجام هذه القوائم مع القواعد والإصول الدولية ومدى ملاءمتها لقيام سوق للأوراق المالية في سورية.

القوائم والبيانات المالية التي تقدمها شركات القطاع الخاص الاقتصادي في سورية:

حتى يحقق أي نظام محاسبي الهدف المرجو منه وذلك بتقديمه خدمات لكل من المنشأة نفسها، والمتعاملين معها والدولة، لابد من توافر شرط العلانية أو مايسمى بالإفصاح المحاسبي. حيث أن هذا الشرط يعمل في حال توفره على خلق جو من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركة وحساباتها الختامية ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين مع تزويد المستثمر الحالي والمستقبلي ببيانات ومعلومات كافية وملائمة عن الشركة وبيان أسعار أوراقها المالية (أحمد فهمي الإمام ١٩٧٩). وعلى اعتبار أن القوائم المالية التي تقدمها الشركات تعتبر المصدر الرئيسي للمعلومات لفئات متعددة خارج إدارة المشروع كالمساهمين الحاليين والمقرضين، والأجهزة الحكومية وغيرهم. وعلى أعتبار أن هذه الفئات غير قادرة على الحصول على المعلومات الضرورية خارج القوائم المالية المنشورة، ونظراً لأهمية الشركات المساهمة في أي اقتصاد وطني فإنه من الضروري أن تهدف القوائم المالية إلى تحقيق مايلي:

١- تقديم المعلومات الملائمة للمستفيدين السالف ذكرهم ومساعدتهم في اتخاذ قرارات الإستثمار.

٢- القياس الدوري لدخل المنشأة من حيث تحقيق الأرباح وتحويلها إلى تدفق نقدي وسداد الإلتزامات.

٣- تقديم المعلومات التي تساعد على تقييم قدرة المنشأة على توليد التدفقات النقدية والأرباح.

٤- تقديم المعلومات عن مصادر واستخدام الأموال ومدى إمكانية المنشأة في تحويل أرباحها إلى تدفقات نقدية سريعة ومدى كفايتها.

٥- تقديم المعلومات عن الموارد المالية ومصادرها مما يكشف عن مدى إتساق تلك الموارد مع استمرارية المنشأة (بكري الأهرام الاقتصادي ١٩٩٧/٢/١٠).

وهكذا، فإن الهدف الجوهري للمحاسبة بالإضافة إلى القياس الدوري لدخل المنشأة ومقدرتها على تحقيق الأرباح والتدفق النقدي هو تقديم المعلومات بمختلف أشكالها للمهتمين من مساهمين ومقرضين بشكل يساعدهم على اتخاذ القرارات الرشيدة كل حسب مصلحته. فهل تقدم القوائم والبيانات المالية التي تقدمها الشركات المساهمة وفق النظم المحاسبية المعمول بها في سوريةالإفصاح الكافي ؟ أم أنها قوائم مضللة، غير واضحة ولا تتبع إصول ومبادئ محاسبية متعارف عليها وبالتالي فإن كل شركة تتّبع القواعد المحاسبية التي ترى أنها تقدم أفضل المعلومات للمنشأة نفسها دون الأخذ بالاعتبار المستفيدين الآخرين كالدولة والمقرضين والمساهمين وغيرهم من المهتمين. وهكذا، لابد من دراسة القوائم والبيانات المالية التي تقدمها الشركات المساهمة وبيان مدى إلتزام هذه الشركات بمبادئ وقواعد محاسبية متعارف عليها ومنسجمة من عام لآخر، ومنسجمة مع المعايير الدولية للمحاسبة، وملائمة لقيام سوق أوراق مالية في سورية. علماً أن القوائم والبيانات المطلوبة قد حددها المعيار المحاسبي الدولي الأول بقوله " إن تعبيرالبيانات المالية يشمل الميزانيات العمومية، وبيان الأرباح، أو حسابات الأرباح والخسارة وبيان التغييرات في الوضع المالي، والإيضاحات والبيانات والمواد المفسِّرة الأخرى التي تُعرف بأنها جزء من البيانات المالية" (سابا وشركاه). كما أن الدكتور خالد أمين عبد الله قد أشار في محاضرته المقدمة لمؤتمر

استراتيجيات تنشيط البورصات العربية على أن البيانات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها في الوقت الحاضر تشتمل على البيانات والقوائم التالية:

١- عناصر قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية).

٢- عناصر قائمة الدخل.

٣- عناصر قائمة التدفقات النقدية أو مصادر واستخدامات الأموال.

٤- عناصر حساب توزيع الأرباح والخسائر.

٥- معلومات وصفية أخرى تجعل من القوائم المالية غير مضللة كالتغيير في السياسات المحاسبية، والأحداث اللاحقة لتاريخ القوائم المالية (خالد أمين عبد الله ١٩٩٤).

وسوف نبين من خلال بحثنا مدى التزام أو إنسجام القوائم التي تقدمها النظم المحاسبية المعمول بها في القطاع الخاص مع المعايير الدولية، ومدى دقة وصحة المعلومات المقدمة ومدى إنسجام وتناسق هذه المعلومات من عام لآخر، ومدى إتباع المنشأة لمبادئ وقواعد محاسبية موحدة حين إعداد بياناتها وقوائمها ومدى تفسير هذه القوائم والبيانات للإختلاف في السياسات المحاسبية المتبعة إن كان هناك إختلاف.

الميزانية العمومية أو قائمة المركز المالي:

تعتبر الميزانية من أكثر القوائم المالية التي أوجدها المحاسبون أهمية واستخداما من حيث تقديم المعلومات عن الوضع المالي الصحيح للمنشأة. فالميزانية العمومية، صورة فوتوغرافية سريعة "snapshot" لكامل الإصول المملوكة من قبل المنشأة ولكامل المطاليب وحقوق الملكية المقابلة لهذه الأصول أو مايطلق عليه مصادر تمويل هذه الأصول (Higgins ١٩٨٤). فالميزانية تركز على الوضع المالي للشركة وليس على الوضع المالي للمالكين أو الدائنين، فهي تعكس الوضع المالي للشركة في وقت معين بشكل دوري قد يكون سنوي أو نصف سنوي أو حتى ربع سنوي أي بنهاية كل دورة مالية. وهكذا، فالميزانية تعكس الوضع المالي بلحظة إعدادها أي تصور الوضع المالي للمنشأة في تاريخ إعداد الميزانية ولا تعكس نتيجة عمليات المنشأة عن فترة زمنية كما

هو بالنسبة لقائمة الدخل. وهذا يعني أن هذه الصورة قد تتغير بشكل سريع من خلال أي مشتريات لمواد أولية أو أي استثمار جديد من قبل المالكين أو أي مبيعات للبضائع المنتجة من قبل الشركة وهذا يؤدي إلى تغيير في الوضع المالي للمنشأة، هذا التغير لاينعكس على الميزانية العمومية بعد إعدادها (Hobbs ١٩٨٤). كذلك الأمر بالنسبة للأصول طويلة الأجل كالأراضي والبناء التي تظهر قيمتها على الميزانية برقم معين هذا الرقم قد يكون أقل بكثير من القيمة الحقيقية لها خصوصاً حين يكون هناك تضخم (Higgins ١٩٨٤). وهكذا، فإن الميزانية يمكن أن تعكس السمات التالية:

١- إن الميزانية تُعد لشركة معينة وبتاريخ محدد.

٢- إن الأصول مقسمة إلى أربع مجموعات هي الأصول المتداولة، الأصول المالية أو التوظيفات المالية، الأصول الثابتة المادية، الأصول المعنوية.

٣- إن المطاليب مقسمة إلى مجموعتين رئيسيتين هما المطاليب المتداولة، والمطاليب طويلة الأجل.

٤- حقوق الملكية وهي حقوق حملة الأسهم وتشكل الفرق بين أصول المنشأة ومطاليبها (Hobbs ١٩٨٤).

٥- إن الميزانية ليست حساباً من حسابات المنشأة وإنما هي قائمة تُظهر أرصدة حسابات المنشأة، إنها إعلان أو إظهار للأرصدة المتبقية "residual balances" للمنشأة بعد إعلان قائمة الدخل (Glautier ١٩٧٧).

وهكذا، فالميزانية كما عرفها الأستاذان الأمريكيان هوبس ومور Hobbs/Moore هي بيان يعكس الوضع المالي للمنشأة في فترة معينة، كنهاية السنة المالية مثلاً، تسجل أصول المنشأة الاقتصادية وحقوق الدائنين أو المقرضين في هذه الأصول خلال فترة زمنية محددة. وغالباً ما تسمى بقائمة المركز المالي (Hobbs ١٩٨٤).

أما الدكتور حسين القاضي فيرى أن مفهوم الميزانية يختلف في الأدب المحاسبي بإختلاف الزاوية التي ينظر للميزانية من خلالها. فمن الزاوية القانونية، تُمثّل الميزانية

ممتلكات الفرد أو المنشأة، والإلتزامات القانونية على هذا الفرد أو المنشأة. ومن الزاوية الاقتصادية، تحقق الميزانية توازن لأصول معينة تمثل موارد اقتصادية موضوعة تحت تصرف وحدة اقتصادية معينة وخصوم تمثل طريقة تمويل هذه الأصول. أما من الناحية المحاسبية التقليدية فهي حصيلة الأرصدة لمجموعة من الحسابات مسجلة دفترياً على أساس القيد المزدوج، أو أنها ملخص مبوَّب لأرصدة الحسابات التي لازالت مفتوحة بدفاتر الأستاذ وذلك بعد ترحيل أرصدة الحسابات الاسمية إلى حساب الأرباح والخسائر، ولكنها تحوي رصيد هذا الحساب (القاضي ١٩٩١) ويتابع الدكتور القاضي بأن الميزانية يمكن أن تعرض على شكل قائمة أو تقرير، وأن عرضها بالشكل الأخير يخدم أغراض التحليل المالي أكثر من الشكل التقليدي، إذ يظهر الإرتباط بين كل من المصادر طويلة الأجل والاستخدامات طويلة الأجل، وكذلك بين المصادر والاستخدامات قصيرة الأجل، كما ينتج عنه صافي رأس المال العامل.

الدكتور محمد الجليلاتي يرى أن الميزانية "هي كشف أو قائمة تظهر موجودات الشركة ومكوناتها ومقدارها، والتزامات الشركة ومكوناتها ومقدارها في تاريخ معين، ويطلق عليها (الميزانية) لأنها تتخذ في أحد أشكالها صورة كشف لها جانبان متساويان ومن ثم متوازيان ويطلق عليها قائمة المركز المالي أيضا" (د. الجليلاتي ١٩٩٣). ويتابع الدكتور الجليلاتي من أن الأهداف الخاصة بتقديم بيانات الميزانية هي الوضوح والإفصاح التام عن الحقائق الهامة في إطار الفروض الرئيسية للمحاسبة.

السؤال الذي يطرح نفسه الآن هل تلتزم شركات ومؤسسات القطاع الخاص الاقتصادي حين اعداد قوائمها المالية، بمعايير محاسبية موحدة ومتعارف عليها وتنسجم مع المعايير الدولية، وبالتالي تقدم إفصاح كافٍ عن الوضع المالي للمنشأة وتكون ملائمة لقيام سوق أوراق مالية في سورية.

للإجابة عن هذه التساؤلات، لابد من دراسة وتحليل عدد من الميزانيات المقدمة من قبل عدد من الشركات المساهمة ومقارنة طريقة تبويبها وعرضها للمعلومات المحاسبية مع المعايير الدولية وبيان مدى الإنسجام مع هذه التعليمات وبالتالي مدى

ملاءمتها لقيام السوق المالية. ومن أجل تحقيق هذا الهدف قام الباحث بعرض وتقديم ميزانيتين لشركتين من شركات القطاع الخاص الاقتصادي هما:

١- الميزانية العمومية للشركة السورية للنقل والتسويق السياحي (ترانستور).

٢- الميزانية العمومية للشركة السورية لتنمية المنتجات الزراعية (غدق).

وتبين للباحث أن الميزانيتين قد بوّبتا وفق مارآه محاسب كل منهما مناسباً لشركته، وليس وفق قواعد وأصول محاسبية متعارف عليها، يلتزم بها كافة المحاسبون حين إعدادهم للقوائم الختامية لشركاتهم. ويبدو ذلك جلياً من خلال تبويب عناصر الميزانية لكل من الشركتين المذكورتين، والقصور في تقديم المعلومات اللازمة وغير المضللة في عملية التحليل المالي. وهكذا، يمكن إبراز الملاحظات التالية فيما يتعلق بقصور تلك النظم المحاسبية عن تقديم الإفصاح المناسب للمهتمين والملائم لقيام سوق للأوراق المالية.

أولاً: إن تبويب الميزانية وفق النظم المحاسبية المتبعة في شركات ومؤسسات القطاع الخاص الاقتصادي لاتزال تأخذ شكل ميزان لها طرفان. طرفٌ يُمثل الموجودات بأنواعها مبوّبةً ومرتبةً بشكل تظهر فيه الأصول طويلة الأجل أولاً، أي الأصعب في التحويل إلى نقدية ومن ثم الأصول قصيرة الأجل أي الأسهل في التحويل إلى نقدية. وطرفٌ آخر يمثل المطاليب، ويبدأ بحقوق الملكية ومن ثم المطاليب طويلة الأجل أي الأبعد استحقاقاً ومن ثم المطاليب الأقرب استحقاقاً. ولما أصبح الإهتمام برأس المال العامل أو بالنقدية وتدفقاتها ومدى توفر سيولة لدى المنشأة ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل كبيراً، فإن ذلك أدى إلى ترتيب الميزانية بحسب قابلية السيولة أي بدءاً بالأصول الأكثر سويلة (كالأموال الجاهزة بالصندوق والمصرف) وانتهاءً بالأصول الأقل سيولة أي الأصعب في التحويل إلى نقدية كالمباني والإنشاءات، وكذلك الأمر بجانب المطاليب، فقد بوّبت الخصوم إبتداءً بالأقرب استحقاقاً وإنتهاءً بالخصوم طويلة الأجل أي الأبعد استحقاقاً.

وذلك لبيان العلاقة المنطقية بين الموارد المالية وأوجه إستثمارها وذلك لأغـــراض التحليل المالي (القاضي ١٩٩٤، الجليلاتي ١٩٩٣).

كما أن متطلبات التخطيط الاقتصادي وجمع بيانات الحسابات القومية تقتضـــي التمييز بين الأصول المنتجة والأراضي، والأصول المادية والمعنوية كالشهرة التي لا تعني استثماراً من وجهة نظر الاقتصاد الكلي (القاضي ١٩٩٤). وهكذا، فـــإن تبويب الميزانية حسب النظم المحاسبية المعمول بها في شركات القطـــاع الخـاص الاقتصادي لم تواكب التطور الذي حصل على قواعد وأصول إعـــداد الميزانيـــة وتقديمها على شكل قائمة المركز المالي التي تركز على سيولة المنشأة ومقدرتها على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل.

ثانياً: لاحظ الباحث من خلال الميزانيتين المذكورتين (ترانستور وغدق) عدم الإلـــتزام بمبادئ محاسبية واحدة أو متعارف عليها في تبويب الميزانية. ويظهر ذلك جلياً مـــن خلال:

١- تم وضع الموجودات الثابتة جميعها ضمن مجموعة واحدة دون التميـــيز بـــين الموجودات الثابتة المادية، والمعنوية، والوهمية علماً أنه أصبح من الضـــروري التمييز ووضع هذه الموجودات ضمـــن مجموعاتهـــا، لأن بعضـــها لاتمثـــل موجودات حقيقية إنما هي مجموعة من النفقات الايرادية بطبيعتها مثل نفقـات التأسيس، والتأمينات. وكذلك الأمر بالنسبة للأصول الثابتة غير المادية مثـــل شهرة المحل، وبراءة الإختراع فإن قيمتها عرضة للتقلبـــات بشـــكل كبـــير ومفاجئ. لذلك فإن أغلب هذه الأصول لاتؤخذ بعين الاعتبار عند تحليـــــل وضع المشروع وتحديد مركزه المالي واستبعادها من طرف الأصـــول مقـــابل طرح مايقابلها من الأموال الخاصة في طرف المطاليب (د. فلـــوح ١٩٨٧). لذلك لابد من الإلتزام بقواعد متعارف عليها في تصنيـــف الموجـــودات إلى مجموعاتها الرئيسية الثلاث (الثابتة المادية، الثابتة المعنوية، الثابتة الوهمية) مـــن

أجل سهولة التحليل المالي وتقديم إفصاح أوضح للمهتمين بـــالقوائم الماليـــة للمنشأة.

٢- يلاحظ بالنسبة لشركة غدق أنها وضعت احتياطي استهلاك مجمع في جـــانب المطاليب تحت بند الأموال الخاصة وبالتالي اعتبرته مصدر تمويل ذاتي. علمـــاً أن الأصول الدولية والقواعد المحاسبية المتعارف عليـــها تقتضـــي تخفيضـــها مباشرة من الموجودات. أما وضعها بجانب المطاليب فإنه يظهر الموجـودات في الميزانية بغير قيمتها الحقيقية أي يضخم قيمة الموجودات. وهذا دليل واضـــح على أنه ليس هناك قواعد وأسس محددة لبناء القوائم المالية. وكذلك الأمـــر بالنسبة للمؤونات فقد ظهرت المؤونـــات في جـــانب المطـــاليب في كلتـــا الميزانيتين، ففي ميزانية شركة غدق ظهرت المؤونات ضمن مجموعة الأمـــوال الخاصة أيضاً وهذا أيضاً يشكل مصدر تمويل ذاتي وبالتالي تظهر الموجـــودات المتداولة المشكلة من أجلها هذه المؤونات بقيمة أكبر مـــن القيمـــة المتوقـــع الحصول عليها. لذلك لابد من الإلتزام بالمعايير الدولية وطرح المؤونات مـــن الموجودات المتداولة لإظهار هذه الموجودات بالقيمة الصحيحة أو المتوقعة.

٣- أما بالنسبة للموجودات المتداولة: فقد تم فصـــل الأمـــوال الجـــاهزة عـــن الموجودات المتداولة. وهذا أمر طبيعي، إلا أن الأمر الغير مفهوم هو كيفيـــة وضع هذه الأموال الجاهزة المشكلة من النقد في المصارف والصندوق ضمـــن مجموعة الموجودات الأخرى مع نفقات التأسيس في ميزانية شركة غدق* على اعتبار أن مصاريف التأسيس تعتبر نفقات ايرادية مؤجلة أي أصول ثابتـــة, وكان من الأفضل وضع الأموال الجاهزة ضمن بند مستقل تحـــت مجموعـــة الموجودات المتداولة.

* راجع الميزانية في الملحق

٤- يلاحظ أن القوائم المالية المقدمة من قبل هذه الشركات هي ميزانيات لسنة واحدة. ولابد لأغراض التحليل المالي وبيان مستوى تطور هذه الشركات من تقديم ميزانيات مقارنة لسنتين كحد أدنى، حتى يتمكن المهتمون من المستثمرين والمقرضين من مقارنة نتائج أعمال المنشأة لسنوات سابقة والوقوف على أن الوضع المالي للمنشأة ليس وضعاً عابراً أو استثنائياً بل يستند إلى تطور وتحسن في أعمال المنشأة خلال السنوات السابقة. حتى أن هيئة تداول الأوراق المالية (SEC) قد فرضت على هيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية (FASB) لتنشر نموذجاً توضيحياً للتقرير المالي وتغييرات الأسعار والذي يحتوي على كل من الأسعار المعدلة حسب مستوى التضخم والأسعار المحاسبية الجارية للقوائم المالية (Skousen ١٩٨٣).

وهكذا، يرى الباحث أن الشركات المساهمة في سورية لم تلتزم بمبادئ محاسبية متعارف عليها في إعداد قوائمها المالية. وأن الطرق المتبعة في إعداد وتبويب الميزانية العمومية والإفصاح عن المعلومات غير كافية لتقديم إفصاح مناسب للمهتمين بها ولقيام سوق أوراق مالية. لذلك لابد من وضع أسس وقواعد محاسبية تكون منسجمة مع الأسس والمعايير الدولية وتتلاءم مع تطوراتنا الاقتصادية والمالية وتكون مناسبة لقيام سوق للأوراق المالية. لذلك, يرى الباحث أن يتم تبويب الميزانية على شكل قائمة تظهر عناصر الموجودات والمطاليب ضمن مجموعات متجانسة ومتميزة وتظهر في هذه القائمة مصنفة حسب درجة السيولة بالنسبة لعناصر الموجودات ودرجة الاستحقاق بالنسبة لعناصر المطاليب. وهكذا، فإن الباحث يرى أن الشكل التالي للميزانية يمكن أن يحقق الهدف من الإفصاح عن المعلومات في الميزانية ويكون منسجماً مع الأصول الدولية للمحاسبة ومناسباً لقيام سوق أوراق مالية.

قائمة المركز المالي لشركة ×××

لعام ١٩×× وعام ١٩××

الدورة المالية السابقة	الدورة المالية الحالية	Assets	الأصـــــول
		Current assets	الأصول المتداولة
		Cash	الصندوق
		Bank	المصرف
		Notes receivable	أوراق تجارية مستحقة القبض
		Accounts receivable	الحسابات المدينة والزبائن
		Allowance for doubtful Accounts	مخصص ديون مشكوك فيها
		Interest receivable	فوائد مستحقة القبض
		Prepaid expenses	نفقات مدفوعة مقدماً
		Inventory	المخزون
		Finished goods	منتجات تامة الصنع
		Raw Materials	مواد خام
		Work in process	بضاعة تحت التشغيل
		Total Current Assets	إجمالي الأصول المتداولة
		Long-term Assets	الأصول طويلة الأجل
		Tangible Assets	الأصول الثابتة المادية
		Land	الأراضي
		Building Accumulated depreciation	المباني استهلاك المباني
		Equipment and industrial Machinery Accumulated depreciation	التجـهيزات الفنيــة والآلات الصناعية استهلاك التجهيزات والآلات

الدورة المالية السابقة	الدورة المالية الحالية	Assets	الأصـــــول
		Transportation Machinaries Accumulated depreciation	آليات النقل استهلاك آليات النقل
		Total tangible Assets	إجمالي الأصول الثابتة المادية
		Another long-term Assets	أصول أخرى طويلة الأجل
		Long -term Investment	إستثمارات طويلة الأجل
		Investment In affiliated company	إستثمارات في شركات تابعة
		Investment In non- affiliated company	إستثمارات في شركات زميلة
		Investment in long-term security	إستثمارات في أوراق مالية
		Total Long-term investment	إجمالي الأصول المالية طويلة الأجل
		Intangible Assets	أصول ثابتة معنوية
		Goodwill	الشهرة
		Patent	براءة الإختراع
		Trademarks	العلامات التجارية
		Total Intangible Assets	إجمالي الأصول الثابتة المعنوية
		Deferred charges	أصول ثابتة وهمية م. تأسيس
		Deferred income taxes	ضرائب مدفوعة مقدماً
		Total Assets	إجمالي الموجودات

الدورة المالية السابقة	الدورةالمالية الحالية	Liabilities and Stockholders equity	المطاليب وحقوق الملكية
		Current Liabilities	المطاليب المتداولة
		Notes payable	أوراق تجارية مستحقة الدفع
		Accounts payable	موردون، وحسابات دائنة أخرى
		Wages and salaries payable	رواتب وأجور مستحقة الدفع
		Interest "due"	فوائد مستحقة الدفع
		Unearned rental income	إيراد أجار مستحق الدفع

		income taxes payable	ضرائب مستحقة الدفع
		Banks	بنوك دائنة
		Total Current Assets	إجمالي المطاليب المتداولة
		Long-term Liabilities	مطاليب طويلة الأجل
		Bonds	سندات قرض
		Bonds payable after one year	سندات مستحقة الدفع بعد سنة
		Deferred income taxes	ضرائب مؤجلة
		Total Long-term Liabilities	إجمالي المطاليب طويلة الأجل
		Owners' equity	رأس المال (حقوق الملكية)
		Capital stock Par (xx)	أسهم عادية بقيمة إسمية (××)
		Paid in capital	رأس المال المكتتب به
		capital surplus	علاوة إصدار
		preferred stock	أسهم ممتازة
		Retained earning	أرباح محتجزة
		Different Provisions reserves	احتياطيات مختلفة
		Legal Provision reserves	احتياطي قانوني
		Industrial expanding Provision reserves	احتياطي توسع صناعي
		Retired stock Provision reserves	احتياطي اسهم مستردة
		Total Owners equity	إجمالي حقوق الملكية
		Total Liabilities and Owners equity	إجمالي المطاليب وحقوق الملكية

حساب الأرباح والخسائر:

يعتبر حساب الأرباح والخسائر أحد الحسابات الهامة التي نص عليها قانون التجارة السوري، والتي يجب أن يتضمنها تقرير مجلس إدارة الشركات المساهمة عن أعمال الشركة عن السنة المالية المنصرمة، وذلك خلال الشهور الثلاث الأولى من كل سنة ماليةواستنادا إلى التعليمات الموحدة الصادرة عن وزارة التموين والتجارة الداخلية عام ١٩٦٣ يعد حساب الأرباح والخسائر على ثلاثة مراحل .(د. الجليلاتي ١٩٩٣):

- المرحلة الأولى: ويطلق عليها حساب النتائج.
- المرحلة الثانية: ويطلق عليها "بيان المبالغ المقتطعة والمضافة للأرباح".
- المرحلةا لثالثة: تتضمن الأرباح المعدة للتوزيع.

النفقات أو الخسائر		حساب الأرباح والخسائر لدورة عام ١٩×× حساب النتائج			الإيرادات
xxx		خسائر الاستثمار	xxx		أرباح الاستثمار
xxx		مصاريف عامة			ايرادات مالية
xxx		تعويضات أعضاء مجلس الإدارة المقطوعة		xxx xxx xxx	
xxx		الاستهلاكات	xxx		
xxx		المؤونات	xxx		أرباح رأسمالية
xxx		خسائر رأسمالية	xxx		أرباح سنوات سابقة
xxx		نفقات سنوات سابقة	xxx		الرصيد(الخسارة)
xxx		الرصيد(الربح الصافي)			
xxx		المجموع	xxx		المجموع

٢- بيان المبالغ المقتطعة والمضافة للأرباح:

بيان المبالغ المقتطعة والمضافة للأرباح					
	×××	الخسائر		×××	الأرباح الصافية
	×××	الخسائر المدورة من العام الماضي		×××	الأرباح المدورة من العام الماضي
	×××	الإحتياطي القانوني		×××	المحول من الأموال الاحتياطية
	×××	حصة أعضاء مجلس الإدارة	×××		الخسائر الكلية
	×××	احتياطي التوسع الصناعي			
	×××	احتياطي اختياري			
	×××	احتياطيات أخرى			
	×××	اقتطاعات أخرى			
×××		الأرباح المعدة للتوزيع			

٣- الأرباح المعدة للتوزيع:

×××	حصة العمال	×××	الأرباح المعدة للتوزيع
×××	حصة المساهمين		
×××	الأرباح المدورة للسنة القادمة		
×××	المجمـــوع	×××	المجمـــوع

من الإطلاع على حساب الأرباح والخسائر وتوزيع الأرباح والخسائر لشركتي ترانستور وغـدق تبين:

أن شركة ترانستور لم تقدم أي إفصاحات عن عملياتها، فهي لم تذكـر نفقاتها العامة والإدارية في حساب الأرباح والخسائر وإنما ذكرت فقط الاستهلاكات كرقم اجمالي. وظـهر في الجانب الآخر مبلغ ايرادات أخرى دون أن يذكر مصدرها. اما بالنسبة لحساب توزيع الأربـاح والخسائر فقط ذكر فيه احتياطي إجباري وحصة أعضاء مجلس الإدارة والأرباح المعدة للتوزيـع.

علما أن هذه الحسابات تشكل المرحلة الثانية من حساب الأرباح والخسائر حسب تعليمات وزارة الاقتصاد. ولم يفصح الحساب عن الكيفية التي تم بها توزيع الأرباح. علما أن إفصاحات كهذه مهمة بالنسبة لكافة المستثمرين* .

أما بالنسبة لشركة غدق فيبدو أنها إلتزمت في المرحلة الأولى من حساب الأرباح والخسائر أما المرحلة الثانية من الحساب وحسب تعليمات وزارة الاقتصاد فلم تلتزم به حيث حل محل المرحلة الثانية حساب توزيع الأرباح والخسائر الذي تضمن الأرباح الصافية المعدة للتوزيع والتي وزعت إلى ١٠% احتياطي إجباري وإلى الربح الصافي لعام ١٩٩٤ دون توضيح ما الذي ستفعله الشركة بهذا الربح (تقرير مفتش الحسابات لشركة غدق ١٩٩٥ ولشركة ترانستور ١٩٩٤)** .

إن حسابي الأرباح والخسائر وحساب توزيع الأرباح والخسائر المعد من قبل الشركتين لايقدمان الإفصاح المناسب عن الوضع المالي الحقيقي للمنشأة. علما أن تقرير الأرباح يعتبر من أهم التقارير التي تقدمها الشركات المساهمة والتي تهم المستثمرين والمقرضين وغيرهم من المهتمين، لأن قياس الدخل الصافي في وقته المناسب وبشكل صحيح يمكن الأطراف التالية من (Hobbs ١٩٨٤):

١- يمكن المالكين من تقدير الإنجاز المالي للشركة.
٢- يمكن الدائنون والمقرضون من مراقبة وتنظيم ضمان وسلامة الموارد المالية التي أقرضوها للمنشأة.
٣- يمكن الإدارة من تقييم الإنجاز الآني من عمليات المنشأة، وتنفيذ الخطط، ومراقبة وتنظيم الوسائل المتبعة في العمل، وتحسب الدخل الخاضع للضريبة بشكل مناسب على كافة المستويات الحكومية المتنوعة.
٤- يمكن المجتمع المالي من تقدير وتخمين فرص الاستثمار البديلة المتوفرة بين منشآت الأعمال المنافسة.

ولما كان تقرير الأرباح السنوية بهذا المستوى من الأهمية، وأن حساب الأرباح والخسائر المعد من قبل الشركات المساهمة في سورية لايقدم الإفصاح الحقيقي عن مقدرة الشركة الكسبية، كما أن هذه الشركات لاتلتزم بأسس واضحة ومحددة ومنسجمة مع المعايير الدولية لتقديم إفصاح مناسب عن الوضع المالي والمقدرة الكسبية للشركة.

---

* راجع الميزانية في الملحق
** راجع الميزانية في الملحق

لذلك لابد من تعديل تقرير الأرباح والخسائر المقدم من قبل الشركات المساهمة في سورية وإتباع طريقة قائمة الدخل لما تقدمه من سهولة ويسر في ايصال البيانات والمعلومات المحاسبية وفي إعداد المؤشرات المالية الضرورية لعملية التحليل المالي كمؤشرات الربحية والإنتاجية بالنسبة للشركة. علما أن هناك طريقتين لإعداد قائمة الدخل:

١- طريقة بيان الدخل المتعدد الخطوات Mulitple-step.

٢- طريقة حساب الدخل الوحيد الخطوة Single-step.

إن الطريقة الأولى تقدم إفصاح أفضل عن الدخل والمقدرة الكسبية للمنشأة لأنها تظهر وبوضوح الأرصدة التالية ومكوناتها:

١- مجمل الربح.

٢- الدخل الآتي من عمليات المنشأة.

٣- الدخل قبل الضريبة.

٤- الدخل الصافي.

كما أن تقرير الأرباح والمقدرة الكسبية للمنشأة المقدم من قبل الشركات المساهمة في سورية يقدم عن سنة واحدة. علما أنه من المفروض ولضرورة التحليل المالية ومتابعة تطور نتيجة عمليات المنشأة ومقدرتها الكسبية تقديم القائمة لسنتين متتاليتين كحد أدنى لبيان فيما إذا كانت الأرباح ناتجة عن أعمال إستثنائية قامت بها المنشأة أم هو تطور طبيعي لعملياتها. خصوصا وأن من الفروض المحاسبية الأساسية مبدأ استمرارية المنشأة في العمل "going concern" لذلك يرى الباحث ضرورة أن يقدم تقرير الأرباح والخسائر على شكل قائمة الدخل ولسنتين كحد أدنى علما أن هيئة تداول الأسهم الأمريكية تطلب تقرير الدخل الآتي من العمليات لخمس سنوات متتالية (Skousen ١٩٨٣).

قائمة الدخل لشركة ××××

عن عام ×١٩٩ و ×١٩٩

	قائمة الدخل عن الدورة الحالية			قائمة الدخل عن الدورة السابقة
الايرادات الآتية من المبيعات				
المبيعات		×××		×××
– مردودات المبيعات والحسم على المبيعات	×××			
– الخصم النقدي على المبيعات	×××	×××		
صافي المبيعات			×××	×××
تكلفة البضاعة المباعة:				
بضاعة أول المدة ١/١/ ×١٩٩		×××		
مشتريات خلال العام	×××			
– الخصم على المشتريات	×××			
– مردودات المشتريات	×××			
المشتريات الصافية		××××		
البضاعة المتوفرة للبيع		××××		
– بضاعة آخر المدة ×١٩٩/١٢/٣١		××××		
تكلفة البضاعة المعدة للبيع			××××	×××
الربح المجمل Gross profit			×××	×××
النفقات التشغيلية				
مصاريف البيع والتوزيع	×××			
.	×××			
.	×××			
إجمالي نفقات البيع		××××		
نفقات عامة وادارية				
.	×××			
.	×××			

.	xxx			
إجمالي النفقات العامة والإدارية		xxx		
إجمالي تكاليف العمليات T-operation expenses			xxx	xxx
الربح الآني من العمليات Income from operation			xxx	xxx
تكاليف الفوائد Interest experses				
تكلفة فوائد طويلة الأجل	xxx			
تكلفة فوائد قصيرة الأجل	xxx			
إيرادات الفوائد Interest earning		xxxx		
إيرادات فوائد طويلة الأجل	xxx			
إيرادات فوائد قصيرة الأجل	xxx			
± إيراد أو تكلفة الفوائد		xxx	xxx ±	xxxx ±
الأرباح الخاضعة للضريبة			xxxx	xxxx
– ضريبة الدخل			xxxx	xxx
صافي الدخل بعد الضريبة وقبل أي إيراد استثنائي			xxx	xxx
+ إيرادات استثنائية لاتخضع للضريبة مثل إيرادات ضريبة عن خسائر مرحلة Tax benefit from loss carry over			xxx	xxx
الدخل الصافي			xxxx	xxx

(Hobbs ١٩٨٤, Niswonger ١٩٨٩, Skousen ١٩٨٤)

من الواضح أن قائمة الدخل تقدم إفصاحا أوضح وأشمل من الحسابات الختامية التي تقدمها الشركات المساهمة. إن قائمة الدخل تأخذ بالاعتبار عناصر الدخل الناتجة عن المتاجرة كالمبيعات ومردوداها والمشتريات مردوداها وبضاعة أول المدة وآخر المدة وهذه العناصر تقدم إفصاحا جيدا عن الوضع المالي وكفاءة الإدارة في الترويج لمنتجاها. كما أن حساب الأرباح والخسائر المقدم من الشركات المساهمة في سورية يقدم أرقاما إجمالية وليس تفصيليا عن عناصر التكاليف الإدارية والمالية وتكاليف المبيعات. إن الإفصاح عن هذه التكاليف من الأهمية بمكان بالنسبة للمساهمين وللمستثمرين لبيان حجم التكاليف التي تتكبدها الإدارة في تحقيق الربح الصافي

مقارنة بغيرها من الشركات المنافسة. كما أن تقديم قائمة دخل مقارنة لأكثر من سنة، يقدم أيضا أرقاما مقارنة بالنسبة للمساهمين والمقرضين والمستثمرين عن عمليات الشركة لأكثر من عام وبالتالي يعتبر عاملا هاما في إتخاذ القرار السليم.

لذلك، فإن هناك ضرورة لتعديل طرق تقديم الأرباح وتوزيعها وتقديم إفصاح مناسب عن الوضع المالي للشركة حين قيام سوق للأوراق المالية في سورية.

بالإضافة إلى الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر وتوزيع الأرباح والخسائر فقد نص قانون التجارة السوري على أن يحتوي التقرير المقدم من قبل مجلس الإدارة عن أعمال الشركة مايلي:

١- كيفية سير أعمال الشركة وحالتها المالية والاقتصادية.

٢- التزامات الشركة التي لم تدخل الميزانية.

٣- شرحا لحساب الأرباح والخسائر.

٤- كامل مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وأتعاب مفتشي الحسابات.

٥- اقتراح توزيع الأرباح.

٦- كل تغيير حدث في إسلوب وضع الميزانية أو تقديمها.

هذا وقد أوجب القانون تبليغ هذه المستندات إلى مفتشي الحسابات وإلى وزارة الاقتصاد (وزارة التموين والتجارة الداخلية حاليا) قبل ثلاثين يوما على الأقل من اجتماع الهيئة العامة. كما أوجب على مجلس الإدارة أن يوزع على المساهمين نسخا من تقرير مفتشي الحسابات عند تسجيل الأسهم قبل اجتماع الهيئة العامة (د. الجليلاتي ١٩٩٣).

لاشك إن تقديم تقرير مرفق مع الميزانية وحساب الأرباح والخسائر يوضح الوضع المالي للشركة وأية ملاحظات لم ترد في الميزانية أو أي توضيحات للأرقام الواردة وطرق حسابها والسياسات التي اتبعتها الشركة في أعمالها المحاسبية يعتبر مهما وضروريا لتعزيز الإفصاح عن الوضع المالي للشركة. إلا أن المشرع أغفل أو بالأحرى لم يتعرض لقائمة التدفقات النقدية التي أصبحت من القوائم الهامة والمطلوبة أن تكون متضمنة ضمن تقرير مجلس الإدارة عن الوضع المالي للمنشأة خصوصا وأن التركيز أصبح كبيرا على سيولة المنشأة وتدفقاتها النقدية أكثر من الإفصاح عن الأرباح. فالمقدرة على تسديد الديون ومواجهة الأعباء أصبحت أهم من إظهار المقدرة الكسبية. فالنقود هي التي ستسدد الديون وتوزع الأرباح المقرر توزيعها للمساهمين وليس الأرباح لأن الأرباح قد تكون ناتجة عن عمليات غير نقدية كالمبيعات الآجلة مثلا حيث إن الربح يؤخذ

بعين الاعتبار بمجرد إتمام الصفقة وإرسال الفاتورة وليس بمجرد تسليم النقود. لذلك فإن المبيعات الآجلة تزيد الأرباح لكنها لاتؤثر على النقدية. لذلك أصبح من الضروري أن يحتوي تقرير مجلس الإدارة على قائمة التدفقات النقدية. إن تضمين تقرير مجلس الإدارة لقائمة التدفقات النقدية يساعد المهتمين في تقييم المرونة المالية والسيولة للمشروع. فالمرونة المالية تعكس مقدرة الشركة على إتخاذ قرارات فعالة لتعديل توقيت ومبالغ التدفقات النقدية حتى تستجيب للحاجات والظروف غير المتوقعة. فالمعلومات عن الأنشطة التشغيلية للمنشأة يمكن أن تساعد في تقييم مقدرة الشركة على مقابلة الحالات التشغيلية غير الملائمة. أما السيولة فتعكس المبالغ والوقت الذي توقع أن ينقضي حتى يتحول الأصل إلى نقدية أو حتى يدفع الإلتزام. والمعلومات عن مقدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية يمكن أن تساعد في تقييم ما إذا كانت الشركة سوف تواجه صعوبات في مقابلة التزاماتها عند الإستحقاق (د. العراقي، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية العدد ٦٢). حتى أن بعض الدارسين ذهبوا إلى أبعد من ذلك حيث أكدوا أن نتائج قياس الدخل من خلال القواعد والمبادئ المحاسبية المتعارف عليها ليست موضوعية وليست صحيحة ولاتعكس الوضع المالي للشركة. السيد هيلر "Heller ١٩٦٩" يقول: "إن المنشأة لاتكسب أرباحا "Don't earn profits" بل تجني نقودا". ومن ذلك، فإن المصطلح المسمى ربح هو صيغة مجردة، أما الحقيقة فهي حركة النقود من الشركة وإلى الشركة. لهذا السبب فإن التقارير حسب المحاسبة المالية يجب أن تبدل بتقارير عن التدفقات النقدية (Glautier ١٩٧٦).

وقد تعرضت هيئة معايير المحاسبة المالية لهذه القائمة في المعيار رقم ٩٥، واعتبرت أن المنشأة يمكن أن تحقق تدفقا نقديا من ثلاثة أنشطة هي:

١- الأنشطة التشغيلية التي تتعلق بتسليم أو إنتاج البضائع وتقديم الخدمات، وتشمل أنشطة العمليات، كل العمليات التي لاتمثل نشاطا استثماريا (د. القاضي ١٩٩٤).

٢- الأنشطة الاستثمارية فتشمل حيازة أصل طويل الأجل من الأصول المنتجة والأوراق المالية التي لاتعد أرصدة شبيهة بالنقدية. وتتضمن أيضا استقراض الأموال واستيفاء القروض.

٣- الأنشطة التمويلية فتتعلق بشراء أوراق مالية أو أسهم الشركة، توزيع الأرباح أو إصدار أسهم وسندات جديدة (المصدر نفسه).

وهكذا، يمكن إعداد قائمة التدفقات النقدية من خلال التمييز بين العمليات التي تخلق نقدا، وتلك التي تستهلك نقدا ويتحقق ذلك من خلال المعادلة التالية.

1- العمليات التي تخلق نقدية = النقص في الموجودات + الزيادة في المطاليب.

على سبيل المثال" إن بيع آلة قديمة وبيع جزء من المخزون ونقصان حساب الزبائن يعتبر نقصاً في الموجودات لكنها بنفس الوقت تؤدي إلى زيادة في النقدية أو مصدراً من مصادر النقود. أما الزيادة في القروض المصرفية، وبيع الأسهم العادية يؤدي إلى زيادات في المطاليب وهي بنفس الوقت تؤدي إلى زيادة النقدية. لذلك، تعتبر مصدراً من مصادر النقدية.

2- العمليات التي تستهلك النقدية = الزيادة في الموجودات + النقص في المطاليب.

إن زيادة المخزون وحساب الزبائن أو إقامة بناء جديد كل ذلك يؤدي إلى زيادة الموجودات لكنها جميعها تعتبر استخداماً للنقود، أما دفع قرض البنك، وإنقاص حساب الدائنين جميعها تعتبر تخفيض للمطاليب وبالتالي استخداماً للنقود أيضاً. وبشكل طبيعي فإن استخدام النقدية يجب أن يساوي مصادرها، وإن لم يتم ذلك، فهذا يعني أن الشركة تستهلك نقوداً ليست ملكها (Higgins 1984).

أما حساب توزيع الأرباح والخسائر أو كما يسميها البعض قائمة توزيع الأرباح والخسائر يمكن أن تأخذ الشكل التالي:

الأرباح المحجوزة من العام السابق	xxxx
+ صافي أرباح السنة الحالية	xxxx
الأرباح القابلة للتوزيع	xxx
– الأرباح الموزعة	xxx
الأرباح المحجوزة	xxx

يقول الدكتور محمد الجليلاتي إن "الغاية من عرض قائمة الأرباح المحجوزة بهذا الشكل هو بيان التغييرات التي طرأت على حقوق حملة الأسهم نتيجة التغيير الذي طرأ على الأرباح المحتجزة" (د. الجليلاتي 1993).

وهكذا، توصل الباحث إلى أنه لابد من إعطاء جمعية المحاسبين القانونيين دوراً ريادياً من أجل تطوير أسس وقواعد محاسبية ملائمة، وتخويلها السلطات اللازمة لمراقبة وتوجيه المحاسبين القانونيين ومفتشي الحسابات ومحاسبتهم عن أي مخالفة لهذه المبادئ يقصد منها تضليل المستثمرين والدولة من خلال تقديم أي معلومات مغلوطة تؤدي إلى نتائج غير حقيقية عن وضع المنشأة. كما أن الباحث توصل إلى أن الأسس التي تقدم بموجبها القوائم المالية بحاجة إلى تعديل بشكل كامل

خصوصا تقرير الأرباح والخسائر الذي يقدم بشكل ضبابي بحيث لايعكس المصدر الحقيقي للايـراد ولا أوجه استخدام هذا الإيراد والعمل على تبني قائمة الدخل لسهولة إعدادها ولما تقدمـــه مـــن إفصاحات مناسبة عن المركز المالي للمنشأة.

المبحث الثالث

دراسة ميدانية لواقع الاستثمار وضرورة قيام سوق أوراق مالية في سورية وأثر ذلك على نظم المعلومات المحاسبية

مقدمـــة:

توصل الباحث إثر دراسته إلى أن قيام الأسواق المالية كان ضرورة اقتصادية فرضتها الحاجة إلى تمويل الاستثمارات الضخمة التي أخذت تنشأ في مختلف دول العالم، وأدت إلى خلق شكل جديد للملكية من خلال الشركات المساهمة وذلك من خلال تجزئة الملكية إلى أسهم صغيرة مما خلق الحاجة إلى إيجاد أسواق لبيع وشراء أسهم تلك الشركات.

إن قيام السوق المالية في مختلف دول العالم أدى إلى تجميع المدخرات الصغيرة والفائضة وزجها في خدمة الاستثمارات المتعددة التي توفرها السوق.

كما أن قيام الأسواق المالية استدعى من مختلف الحكومات التدخل لوضع القوانين وتنظيم العمل ضمن تلك الأسواق لوضع حدٍ للمتلاعبين والمحتالين والمحتكرين، وكذلك الأمر أدى إلى التدخل في المعايير المحاسبية والعمل على تطويرها وتطوير الإفصاح المحاسبي بشكل يوفر أكبر قدر ممكن من المعلومات للمستثمرين عن الوضع المالي للمنشأة صاحبة الورقة المالية.

ولما كانت الاستثمارات في سورية تعاني من مشاكل تمويلية أساسية كان آخرها المشاكل الناتجة عن تلاعب جامعي الأموال بالإضافة إلى تخلف مهنة المحاسبة عن التطورات التي حصلت عليها في العالم، .لذلك لابد من إقامة سوق للأوراق المالية مما يقتضي تطوير النظم المحاسبية المعمول بها في سورية، سواء تلك المتبعة من قبل القطاع العام (النظام المحاسبي الموحد) الذي يقدم إفصاحات من أجل وضع الخطة الاقتصادية للدولة ولحاجات الحسابات القومية، أو النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص الاقتصادي والتي بيّن الباحث أنها لا تلتزم بمعايير محاسبية واضحة ومتعارف عليها. كما أنها لا تقدم إفصاحاً عن المعلومات المالية التي تظهر الوضع المالي الحقيقي للمنشأة. لذلك يرى الباحث ضرورة توثيق هذه الاستنتاجات النظرية بشكل ميداني من خلال إعداد استمارة استقصاء إحصائي وتوزيعها ميدانيا على عدد من المهتمين والأكاديميين في مجال المحاسبة لبيان مدى انسجام هذه الدراسة النظرية مع إجابات الاستبيان حول ضرورة قيام سوق للأوراق المالية في سورية وأثر ذلك على نظم المعلومات المحاسبية.

أغراض الدراسة:

تهدف الدراسة لتحقيق هدفين أساسيين هما:

١- تبيان أهمية قيام سوق أوراق مالية في سورية من أجل جمع المدخرات الفائضة وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط وازدهار الشركات المساهمة وحماية المدخرين من صغار التجار والكسبة

والمستثمرين ووضع حد للمتلاعبين والمحتالين كجامعي الأموال ومحتكري بيع وشراء الأوراق المالية في ظل غياب السوق.

٢- تبيان دور سوق الأوراق المالية في تطوير معايير وقواعد محاسبية وإفصاح محاسبي أساسي لتنشيط وازدهار أي سوق مالي وضرورة تطوير النظم المحاسبية والإفصاح المحاسبي المعمول بها في سورية حتى تتلاءم وقيام سوق للأوراق المالية.

بيانات الدراسة:

تكونت عينة الدراسة من أربع فئات شكلت /٢٠٠/ مائتي مفردة وزعت بشكل متساوٍ إلى خمسين مفردة لكل فئة على الشكل التالي:

فئة المدراء الماليين في مؤسسات وشركات القطاع العام الاقتصادي نظراً لأن النظام المحاسبي الموحد المتبع في هذه المؤسسات يختلف في أهدافه وقواعده عمّا تهدف إليه المحاسبة المالية لذلك رأى الباحث ضرورة توسيع بحثه الميداني ليطال هذه الفئة من المهنيين للإطلاع على مدى انسجام وجهات نظرهم ميدانياً مع الدراسة النظرية التي توصل إليها الباحث والتي مؤداها أن النظام المحاسبي الموحد لا يقدم المعلومات المحاسبية المناسبة لقيام سوق أوراق مالية في سورية.

فئة من المدراء الماليين في شركات القطاع الخاص الاقتصادي لبيان ما إذا كانت هذه الفئة من المهنيين تلتزم بمعايير محاسبية واحدة وفيما إذا كانت هذه الفئة ترى أن المعايير المحاسبية التي تلتزم بها مناسبة لقيام سوق أوراق مالية.

مجموعة من الفعاليات الاقتصادية الهامة والمتميزة والمهتمة بإحداث سوق للأوراق المالية في سورية كأعضاء الغرف التجارية وأعضاء الغرف الصناعية.

فئة رابعة من الأكاديميين الاقتصاديين على مستوى أساتذة كلية الاقتصاد جامعة دمشق.

وقد تم جمع /١١٠/ مائة وعشر مفردات من هذه المفردات تبين أن هناك /١٠/ عشر إجابات منها ناقصة تم استبعادها واعتمد الباحث المائة مفرده التي اتسمت بإجابات كاملة.

أدوات الدراسة:

تمثلت أداة الدراسة الرئيسية من استبيان أعد لدراسة واقع تمويل الاستثمار في سورية وضرورة قيام سوق أوراق مالية لتأمين المال اللازم للاستثمار من خلالها، وبيان ما إذا كانت نظم المعلومات المحاسبية المعمول بها في سورية ملائمة لقيام سوق أوراق مالية أم أن هناك ضرورة لتطوير تلك النظم بما ينسجم مع المعايير الدولية والمعايير المطلوبة من قبل السوق المالي.

وقد بدأ الباحث بعرض الهدف من الاستبيان وأكد على أن ذكر الاسم أو إغفاله (مسألة تعود للشخص المسؤول) لأنها لا تشكل أهمية بالنسبة للبحث، وذلك ليخلق ثقة لدى المسؤول من سرية الإجابات وإن الهدف من هذه الدراسة غايته إغناء الجانب الأكاديمي النظري الذي أعده الباحث.

وقد اعتمد الباحث في استبيانه على مقياس خماسي لتحديد الوزن النسبي لكل بند من بنود المعلومات التي تشملها أسئلة الاستبيان وذلك وفق ما يلي:

درجة الأهمية	الوزن النسبي	مدى النسبة المئوية
٤	هام جداً	٩٠ - ١٠٠ ٪
٣	هام	٨٠ - ٩٠٪
٢	متوسط الأهمية	٧٠ - ٨٠ ٪
١	قليل الأهمية	٦٠ - ٧٠ ٪
٠	عديم الأهمية	٥٠ - ٦٠ ٪

وقد غطت أسئلة الاستبيان جميع فرضيات البحث النظرية وفقاً لأغراض الدراسة الرئيسية.

وكانت هذه الأسئلة موحدة بالنسبة لجميع مفردات عينة الدراسة من مدراء ماليين في القطاع الخاص ومدراء ماليين في القطاع العام وفعاليات اقتصادية رئيسية وأكاديمية علمية.

وقد انطلق الباحث من أن الإجابة التي تتناول الأهمية النسبية / ٣ أو ٤ / هي إجابات مؤيدة لفرضيات البحث ومنسجمة مع النسبة المقبولة التي اعتمدها الباحث والبالغة /٨٠٪/ كثابت إحصائي.

تحليل علاقات الاستدلال

السؤال الأول

دور سوق الأوراق المالية في نمو وازدهار الشركات المساهمة وبالتالي في دفع عجلة الاستثمار

وقد انبثق عن هذا السؤال ستة أسئلة فرعية كانت على الشكل التالي:

- الفرع الأول من السؤال الأول

جمع المدخرات الفائضة وزجها في خدمة الاستثمار

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى /٩٨/ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وهكذا فإن إجابات الاستبيان على الفرع الأول من السؤال الأول وصلت إلى ٩٨٪ كتابع إحصائي متجاوزةً بشكل كبير الثابت الإحصائي الذي وضعه الباحث وهو ٨٠٪، لذلك يمكن اعتبار أن لسوق الأوراق المالية دور كبير في جمع المدخرات وزجها في خدمة الاستثمار أي أن الفرضية الفرعية الأولى من السؤال الأوَّل صحيحة.

- الفرع الثاني من السؤال الأول:

تسهيل تداول الأوراق المالية

تركزت معظم إجابات الاستبيان على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٩ إجابة من أصل مائة مفردة، وبذلك تكون نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية الفرعية الثانية من السؤال الأول ٩٩٪ كتابع إحصائي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي ٨٠٪ الذي وضعه الباحث، لذلك تعتبر الفرضية صحيحة من أن سوق الأوراق المالية تسهل عملية تداول الأوراق المالية.

- الفرع الثالث من السؤال الأول:

تسهيل لقاء البائع والشاري للورقة المالية

جميع إجابات هذا الفرع من السؤال الأول تركزت على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. ولما كان التابع الإحصائي الموضوع المتمّثل بإجابات الأشخاص المؤيِّدة للفرضية أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث، لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية الفرعية الثالثة من السؤال الأول صحيحة.

• الفرع الرابع من السؤال الأول:

توفير المال اللازم للاستثمار بتكلفة أقل:

تركزت معظم الإجابات على الأهميَّة النسبيَّة ٣و٤ بحيث وصلت إلى٩٣ إجابة من أصل مائة. وبالتالي فإن نسبة التابع الإحصائي البالغ ٩٣٪ أكبر من الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة من السؤال الأول صحيحة.

• الفرع الخامس من السؤال الأول:

وضع حداً لاحتكار عدد من السماسرة لبائع الورقة المالية وشاريها

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ ووصلت إلى ٩٩ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.وبالتالي فإنَّ نسبة الأشخاص الَّذين أيَّدوا الفرضيَّة الفرعيَّة الخامسة من السؤال الأول تجاوزت بكثير الثابت الإحصائي الذي وضعه الباحث، لذلك يمكن اعتبار الفرضية صحيحة من أن لسوق الأوراق الماليَّة دوراً في وضع حد لاحتكار بيع وشراء الأوراق المالية.

• الفرع السادس من السؤال الأوَّل:

إمكانيَّة الشركات المساهمة من إصدار سندات قرض

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٨٩ إجابة من أصل مائة مفردة. وبالتالي فإن نسبة التابع الاحصائي وصلت إلى ٨٩٪ متجاوزة بشكل كبير الثابت الإحصائي الذي وضعه الباحث ٨٠٪ لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية الفرعية السادسة من السؤال الأول صحيحة.

السؤال الثاني:

دور سوق الأوراق المالية في حماية المدخرين من صغار الكسبة والتجار

وقد تفرع هذا السؤال إلى ستة فروع كانت على الشكل التالي:

• الفرع الأول من السؤال الثاني:

إن السوق تحمي المدخرين من خلال وضع إطار تنظيمي وقانوني للعمل فيها.

تركزت معظم إجابات الفرع الأول من السؤال الثاني على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٥مفردة من أصل١٠٠إجابة وبالتالي فإنَّ التابع الإحصائي لهذه الفرضية هو ٩٥٪ ولما

كان التابع الإحصائي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي ٨٠٪ الموضوع من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية الفرعية الأولى من السؤال الثاني صحيحة.

• الفرع الثاني من السؤال الأول

إن سوق الأوراق المالية تحمي المدخرين من خلال فرض متطلبات إفصاح دورية سنوية أو حتى ربع سنوية.

كانت أغلب الإجابات على هذا الفرع من السؤال الثاني متركزة على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٩٧ إجابة من أصل ١٠٠مفردة. وبالتالي فإن التابع الإحصائي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي لذلك يمكن اعتبار أن هذه الفرضية الفرعية الثانية من السؤال الثاني صحيحة.

• الفرع الثالث من السؤال الثاني:

إن سوق الأوراق المالية تحمي المدخرين من خلال فرض متطلبات إدراج على الشركات المساهمة الالتزام بها حتى يتم إدراج أوراقها المالية في السوق.

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.وهكذا فإن نسبة الأشخاص المؤيدة للفرضية الفرعية الثالثة من السؤال الثاني بلغت ٩٥٪كتابع إحصائي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي ٨٠٪ الموضوع من قبل الباحث، لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية المذكورة صحيحة.

• الفرع الرابع من السؤال الثاني:

إن سوق الأوراق المالية تساهم في خلق فرص استثمار مناسبة ومأمونة ومتنوعة تحمي المستثمرين من الوقوع فريسة جامعي الأموال.

بلغت إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية ٩٨ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وبالتالي فإن نسبة التابع الإحصائي بلغت ٩٨٪ وهي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي ٨٠٪ الموضوع من قبل الباحث، لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية الفرعية الرابعة من السؤال الثاني صحيحة.

• الفرع الخامس من السؤال الثاني:

إن سوق الأوراق المالية تساهم في حماية المستثمرين من أعمال الغش والتلاعب .

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٢ إجابة من أصل ١٠٠ إجابة. وبالتالي فإن نسبة إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية بلغت ٩٢٪ كتابع إحصائي متجاوزة نسبة الثابت الإحصائي ٨٠٪ الموضوعة من قبل الباحث . لذلك يمكن اعتبار الفرضية الفرعية الخامسة من السؤال الثاني صحيحة .

- الفرع السادس من السؤال الثاني:

إن إدراج الأوراق المالية لمنشأة ما في سوق الأوراق المالية يخلق الثقة لدى المستثمرين من أن المنشأة صاحبة الورقة المالية هي منشأة جيدة.

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٣ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وبالتالي فإن نسبة إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية الفرعية السادسة من السؤال الثاني تجاوزت بكثير نسبة الثابت الإحصائي الموضوعة من قبل الباحث وهي ٨٠٪ لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

السؤال الثالث:

دور سوق الأوراق المالية في تحديد السعر الأمثل للورقة المالية وبالتالي مساعدة المستثمر في اختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار.

وقد انبثق عنه أربعة أسئلة فرعية كانت على الشكل التالي :

- الفرع الأول من السؤال الثالث

يتحدد السعر الكفء للورقة المالية في سوق الأوراق المالية .

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٤ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وهكذا فإن نسبة إجابات الأشخاص أو ما يسمى بالتابع الإحصائي بلغت ٩٤٪ وهي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي أي النسبة التي وضعها الباحث، لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

- الفرع الثاني من السؤال الثالث

إن إتباع معايير محاسبية موحدة ومعترف بها حين إعداد القوائم المالية يساعد في تحديد السعر الأمثل للورقة المالية.

وصلت نسبة الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ إلى ٩٦ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة، وهكذا فإن نسبة الأشخاص الذين أيدوا الفرضية أي نسبة التابع الإحصائي بلغت ٩٦٪ وهي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن فرض معايير محاسبية موحدة من قبل سوق الأوراق المالية يؤدي إلى تحديد السعر الأمثل للورقة المالية.

• الفرع الثالث من السؤال الثالث

إن سوق الأوراق المالية توفر كافة المعلومات اللازمة لكافة المستثمرين وبنفس الفترة الزمنية.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩١ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وبالتالي فإن نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أي أن نسبة التابع الإحصائي بلغت ٩١٪ وهي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي وهي النسبة الموضوعة من قبل الباحث وهكذا يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

• الفرع الرابع من السؤال الثالث:

إن سوق الأوراق المالية تساعد المستثمر في اختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار

كانت أغلب الإجابات متركزة على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠مفردة وبالتالي فإن نسبة التابع الإحصائي بلغت ٩٥٪ وهي أكبر بكثير من النسبة الموضوعة من قبل الباحث أي الثابت الإحصائي لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن سوق الأوراق المالية تساعد المستثمر في اختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار.

السؤال الرابع

دور سوق الأوراق المالية في تعزيز الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية.

وقد انبثق عن السؤال الرابع أحد عشر سؤالاً فرعياً كانت على الشكل التالي .

• الفرع الأول من السؤال الرابع :

الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بتحديد تكلفة المخزون.

تركزت الإجابات بالنسبة لهذا الفرع من السؤال الرابع على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٨٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وهكذا فإن نسبة الأشخاص المؤيدة للفرضية أي

أن نسبة التابع الإحصائي بلغت ٨٥ ٪ وهي أكبر من نسبة الثابت الإحصائي الموضوعة من قبل الباحث والبالغة ٨٠٪ لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة .

• الفرع الثاني من السؤال الرابع :

الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بتقسيم مخزون البضاعة إلى مواد خام بضاعة تحت التشغيل وبضاعة تامة الصنع .

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ ووصلت نسبة الأشخاص الذين أيدوا الفرضية إلى ٨٩ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة أي أن نسبة التابع الإحصائي بلغت ٨٩ ٪ وهي أكبر من نسبة الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة

• الفرع الثالث من السؤال الرابع :

الإفصاح عن طرق إحتساب الاستهلاك ومخصص الديون المشكوك فيها.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٨٣ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وهكذا فإن نسبة الأشخاص الذين أيدوا الفرضية أي نسبة التابع الإحصائي البالغة ٨٣ ٪ أكبر من نسبة الثابت الإحصائي البالغة ٨٠٪ و الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

• الفرع الرابع من السؤال الرابع :

الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة ببيان تكاليف الأصول الثابتة ومخصص استهلاكها ومصروف الاستهلاك المحمل كعبء على الدخل.

فقد تركزت أغلب إجابات الاستبيان على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وبالتالي فإن نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أي التابع الإحصائي أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث أي الثابت الإحصائي لذلك يمكننا أن نقرر بأن فرضيتنا صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دوراً في تعزيز الإفصاح عن السياسات المالية المتعلقة ببيان تكاليف الأصول الثابتة ومخصص استهلاكها ومصروف الاستهلاك المحمل كعبء على الدخل.

• الفرع الخامس من السؤال الرابع :

الإفصاح عن التغيرات في الطرق المحاسبية المستخدمة وأثره على نتائج أعمال المنشأة.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية رقم ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٤ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وبالتالي فإن نسبة الأشخاص المؤيدة للفرضية أي التابع الإحصائي قد تجاوز النسبة التي وضعها الباحث أي الثابت الإحصائي لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دور في تعزيز الإفصاح عن أي تغيرات في السياسات المحاسبية المتبعة .

- الفرع السادس من السؤال الرابع :

الإفصاح عن أهداف الشركة والسياسات التي تتعبها الإدارة وسياسة توزيع الأرباح.

فقد تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية رقم ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٩٧ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة وبالتالي فإن نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أي التابع الإحصائي أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث أي الثابت الإحصائي لذلك يمكن اعتبار أن فرضيتنا صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دوراً في تعزيز الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بأهداف الشركة والسياسات التي تتبعها الإدارة في توزيع الأرباح والخسائر .

- الفرع السابع من السؤال الرابع :

الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بنسبة النمو في نصيب السهم من الأرباح المحققة.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية رقم ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وبالتالي فإن نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة المفترضة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دوراً في تعزيز الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بنسبة النمو في نصيب السهم من الأرباح المحققة.

- الفرع الثامن من السؤال الرابع:

الإفصاح عن نسبة النمو في المبيعات.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية رقم ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٦ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. ولما كانت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية تزيد عن الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دور في الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بنسبة النمو في المبيعات .

- الفرع التاسع من السؤال الرابع:

الإفصاح عن نصيب السهم من الربح للسنة القادمة.

فقد تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية رقم ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة ولما كانت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن هناك ضرورة للإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بنصيب السهم من الربح للسنة القادمة .

- الفرع العاشر من السؤال الرابع :

ضرورة تقديم ملخص تاريخي للبيانات التشغيلية الهامة وعدد السنوات التي يغطيها هذا الملخص.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٠ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. ولما كانت نسبة التابع الإحصائي ٩٠٪ أكبر بكثير من الثابت الإحصائي، لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

- الفرع الحادي عشر من السؤال الرابع :

الإفصاح عن المصاريف الرأسمالية خلال العام.

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية رقم ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٨٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وبالتالي يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دور في الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بالمصاريف الرأسمالية لأن نسبة إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية أي التابع الإحصائي أكبر من نسبة الثابت الإحصائي.

السؤال الخامس

ضرورة إتباع المعايير المحاسبية الدولية في إعداد القوائم المالية للوفاء بأغراض السوق المالي حال قيامها في سورية.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٩٨ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. ولما كانت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أي نسبة التابع الإحصائي أكبر من الثابت الإحصائي لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

السؤال السادس

عدم صلاحية القوائم المعدة حسب النظام المحاسبي الموحد للتداول في سوق الأوراق المالية.

كانت أغلب الإجابات متركزة على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث وصلت إلى ٩٨ إجابة من أصل ١٠٠ إجابة. وهكذا فإن نسبة التابع الإحصائي أكبر بكثير من نسبة الثابت الإحصائي لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

السؤال السابع

عدم إظهار القوائم المالية المعدة حسب النظام المحاسبي الموحد للوضع المالي الحقيقي للمنشأة.

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣ و ٤ ووصلت إلى ٩٩ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة أي أن نسبة التابع الإحصائي بلغت ٩٩٪ وهي أكبر بكثير من نسبة الثابت الإحصائي الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

السؤال الثامن

عدم صلاحية البيانات المعدة بحسب النظام المحاسبي الموحد لاتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية.

وقد تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ ووصلت إلى ٩٣ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة ولما كانت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أي التابع الإحصائي أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن البيانات المعدة بحسب النظام المحاسبي الموحد لاتصلح لاتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية.

السؤال التاسع

عدم صلاحية النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص في سورية لتلبية متطلبات قيام سوق أوراق مالية.

تركزت أيضاً معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ ووصلت إلى ٩١ إجابة ولما كانت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية تزيد عن النسبة الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن فرضيتنا صحيحة من أن النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص لا تلبي متطلبات قيام سوق الأوراق المالية في سورية.

السؤال العاشر

عدم التزام الشركات المساهمة بمعايير محاسبية موحدة ومعترف بها.

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ ووصلت إلى ٩٢ إجابة من أصل ١٠٠مفردة.ولما كانت نسبة الأشخاص الذين أيدوا الفرضية أكبر من النسبة المفترضة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن الشركات المساهمة لا تلتزم بمعايير محاسبية موحدة ومعترف بها.

السؤال الحادي عشر

عدم مواكبة مهنة المحاسبة في سورية للتطورات التي حصلت على المعايير المحاسبية الدولية.

كانت أغلب الإجابات متركزة على الأهمية النسبية ٣و٤ ووصلت إلى ٩٣ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وبالتالي فإن نسبة الأشخاص المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث. لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن مهنة المحاسبة لم تواكب التطورات التي حصلت على المعايير المحاسبية الدولية.

السؤال الثاني عشر

إن قيام سوق أوراق مالية في سورية أصبح ضرورة اقتصادية وقد تفرع عن هذا السؤال ثماني فرضيات فرعية كانت على الشكل التالي

- الفرع الأول من السؤال الثاني عشر

تشجيع الاستثمار من خلال خلق فرص استثمار متنوعة ومأمونة.

تركزت الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحث وصلت إلى ٩٦ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. ولما كانت نسبة الأشخاص المؤيدة للفرضية أي نسبة التابع الإحصائي أكبر من نسبة الثابت الإحصائي التي وضعها الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

- الفرع الثاني من السؤال الثاني عشر

تسهيل الحصول على المال اللازم لتمويل الاستثمار.

وصلت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية إلى ٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة موزعة على الأهمية النسبية ٣و٤. ولما كانت نسبة التابع الإحصائي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

- الفرع الثالث من السؤال الثاني عشر

تسهيل تداول الأوراق المالية ومنع احتكارها.

لقد تركزت الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث بلغت٩٥ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.ولما كانت نسبة التابع الإحصائي البالغة ٩٥٪ أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

• الفرع الرابع من السؤال الثاني عشر

تنشيط وازدهار الشركات المساهمة.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٧ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.وهكذا فإن التابع الإحصائي البالغ ٩٧٪ أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة.

• الفرع الخامس من السؤال الثاني عشر

تجميع المدخرات المتنوعة وزجها في خدمة الاستثمار.

كانت نسبة الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٨ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.وبالتالي فإن الفرضية الفرعية بأن وجود سوق أوراق مالية في سورية يؤدي إلى تجميع المدخرات المتنوعة وزجها في خدمة الاستثمار هي فرضية صحيحة لأن النسبة المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث.

• الفرع السادس من السؤال الثاني عشر

وضع حد لأعمال الغش والتلاعب وحماية المستثمرين من جامعي الأموال.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٢ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.ولما كانت نسبة الإجابات المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية الفرعية السادسة من السؤال الثاني عشر صحيحة.

• الفرع السابع من السؤال الثاني عشر

تطوير مهنة المحاسبة بما ينسجم والمعايير الدولية وقيام سوق للأوراق المالية.

تركزت معظم الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٣ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة.وبالتالي فإن نسبة إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث لذلك يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن قيام سوق للأوراق المالية في سورية يؤدي إلى تطوير مهنة المحاسبة بما ينسجم والمعايير الدولية وقيام سوق للأوراق المالية.

- الفرع الثامن من السؤال الثاني عشر

تعديل النظام المحاسبي الموحد بشكل يظهر فيه الوضع المالي الحقيقي للمنشأة وبالتالي يصبح ملائماً لقيام سوق أوراق مالية.

تركزت أغلب الإجابات على الأهمية النسبية ٣و٤ بحيث وصلت إلى ٩٦ إجابة من أصل ١٠٠ مفردة. وهكذا يمكن اعتبار الفرضية الثامنة من السؤال الثاني عشر صحيحة لأن نسبة إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية أكبر من النسبة الموضوعة من قبل الباحث.

نتائج علاقات الاستدلال

من خلال التحليل الإحصائي للاستبيان بواسطة علاقات الاستدلال توصلنا إلى العديد من النتائج التي يمكن إيرادها على الشكل التالي:

١- إن تمويل المشاريع الاستثمارية الكبيرة يحتاج إلى تجميع رؤوس أموال كثيرة يصعب تأمينها إلا من خلال الشكل الجديد للملكية المتمثل بالشركات المساهمة والذي يسمح بتجميع المدخرات الصغيرة من خلال تجزئة رأس المال إلى أسهم صغيرة وبالتالي أصبح هناك ضرورة لقيام سوق أوراق مالية في سورية يتم من خلالها بيع وشراء الأوراق المالية = السؤال الأول.

٢- إن وضع قوانين تحكم الأسواق المالية وتنظيم العمل فيها ووضع متطلبات أدراج صارمة على الشركات المساهمة تحقيقها قبل إدارج أوراقها المالية كما أن وضع متطلبات إفصاح ومعايير محاسبية موحدة أدى إلى حماية المستثمرين من أعمال الغش والتلاعب وبالتالي إلى خلق فرص استثمار متنوعة ومأمونة = السؤال الثاني.

٣- يحصل المستثمرون على كافة المعلومات اللازمة للاستثمار عن الورقة المالية بنفس الزمن بحيث لا يتمتع أحد المستثمرين بمزية الحصول على المعلومات قبل غيره كما أن اتساع سوق الأوراق المالية وحرية المنافسة يؤدي إلى أن يأخذ قانون العرض والطلب مداه وبالتالي يتم تحقيق السعر الأمثل للورقة المالية مما يسمح للمستثمر بالحصول على الورقة المالية الكفء = السؤال الثالث.

٤- إن لسوق الأوراق المالية دوراً أساسياً في تعزيز الإفصاح عن السياسات المحاسبية من خلال فرض متطلبات إفصاح دوريه على الشركات المساهمة الالتزام بها ومن خلال إعطاء هيئة سوق الأوراق المالية السلطة الأساسية لفرض المعايير المحاسبية التي تراها مناسبة أو توجيه المنظمات المحاسبية المهنية لإصدار المعايير المناسبة = السؤال الرابع.

٥- على الشركات المساهمة إتباع المعايير الدولية في إعداد قوائمها المالية لأن هذه الشركات أصبحت تمارس أعمالها في أكثر من دولة من دول العالم أي أصبحت شركات دولية = السؤال الخامس.

٦- إن القوائم المالية المعدة بحسب النظام المحاسبي الموحد في سورية لا تصلح لتقديم الإفصاح المناسب في سوق الأوراق المالية = السؤال السادس.

٧- لا تظهر القوائم المالية المعدة بحسب النظام المحاسبي الموحد في سورية الوضع المالي الحقيقي للمنشأة = السؤال السابع .

٨- البيانات والقوائم المالية المعدة بحسب النظام المحاسبي الموحد في سورية لا تصلح لاتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية لاختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار = السؤال الثامن.

٩- لا تلبي النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص في سورية متطلبات قيام سوق أوراق مالية = السؤال التاسع .

١٠- ليس هناك معايير محاسبية موحدة تلتزم بها الشركات المساهمة عند إعداد قوائمها المالية في سورية = السؤال العاشر.

١١- لم تلحق مهنة المحاسبة في سورية بالتطورات التي حصلت عليها في دول العالم في ضوء المعايير الدولية = السؤال الحادي عشر.

١٢- إن قيام سوق للأوراق المالية في سورية أصبح ضرورة اقتصادية لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار ولحماية المستثمرين وتعديل النظم المحاسبية المعمول بها لتلحق بالتطورات التي حصلت عليها المعايير المحاسبية الدولية = السؤال الثاني عشر .

مناقشة النتائج مع فرضيات البحث

مقدمـــة:

إن دراسة واقع الاستثمار والمشاكل التمويلية التي تعرض لها ومدى تطور مهنـــة المحاســبة والإفصاح المحاسبي في القطر العربي السوري قد أوصلنا إلى نتائج عديدة يمكن اعتبارها بعد إضافـــة نتائج الاستبيان إليها مؤشرات هامة تحدد مدى حاجة القطر إلى قيام سوق للأوراق المالية .
وفي سبيل التأكد من أهمية الدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية فإننا ســنقوم بمناقشـة مجمـل النتائج التي تم التوصل إليها ومقارنتها مع الفرضيات الأساسية التي تم وضعها في بداية هذه الدراسة في محاولة لإثبات صحتها أو عدمه استناداً إلى القاعدة النظرية التي تشكلت لدينا ولنتائج الاستبيان الميداني الذي قام به الباحث

مقارنة النتائج بالفرضية الأساسية الأولى

تنص الفرضية على:

أن قيام سوق أوراق مالية يسمح بنمو وازدهار الشركات المساهمة وتوفير المال اللازم لدفع عجلة الاستثمار في سورية.

أشارت الدراسات النظرية إلى أن قيام الأسواق المالية جاء نتيجة لنمو وازدهار المشاريع الإقتصاديـة الكبيرة كشركة الهند الشرقية ، وشركة قناة السويس وعجز المؤسسات المالية التي كانت متوفـــرة عن سد هذا العجز في تمويل المشاريع مما خلق الحاجة إلى إيجاد نوع جديد من الملكية يتم من خلالهـا تجزئة ملكية الشركات إلى أسهم ذات قيمة صغيرة يمكن من خلالها جمع المدخرات الفائضـة لـدى مختلف فئات الشعب وبالتالي أصبح هناك حاجة لقيام أسواق لبيع هذه الأسهم والسندات. لذلـك فإن قيام سوق للأوراق المالية في سورية سوف يسمح بـــــ:

آ – تجميع المدخرات وتنمية الوعي الإستثماري لدى المواطنين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصادي الوطني.

ب– يعمل على نمو وإزدهار الشركات المساهمة التي تعتبر ثورة اقتصادية حقيقية في عالم الأعمـال وروح أي سوق مالي.

جـ– يعمل السوق على تأمين المال اللازم للاستثمار خصوصاً الطويل الأجل بتكلفة أقل وذلـك لأنه يسمح للمستثمر بالمزج بين التمويل بالملكية والتمويل بالدين.

د– يعمل السوق على تسهيل وتنشيط تداول الأوراق المالية.

وهكذا بمقارنة الفرضية الأساسية الأولى والنتائج النظرية للدراسة مع نتائج الاستبيان الإحصائي والذي كان متوسط إجاباته متركزة على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث كان متوسط التابع الإحصائي ٩٥,٥% الذي يزيد بكثير عن الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث. وهكذا يبدو واضحاً أن نمو وإزدهار أي اقتصاد وطني يحتاج إلى محرك فعال لهذا النمو وهو التمويل المناسب وقد أثبتت الدراسات النظرية ونتائج الاستبيان التي قام بها الباحث أن أفضل المصادر للحصول على التمويل المناسب للاستثمار هي تلك التي تتم من خلال الأسواق المالية لذلك فإن الفرضية الأساسية الأولى محققة وبالتالي فإن قيام سوق أوراق مالية في سورية يساهم في نمو وإزدهار الشركات المساهمة وتوفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية الضخمة من خلال تجميع كافة المدخرات الفائضة وزجها في خدمة الاستثمار .

الفرضية الأساسية الثانية

<u>تنص الفرضية على أن قيام سوق للأوراق المالية يؤدي إلى حماية المدخرين من صغار التجار والكسبة والمستثمرين ووضع حد للتلاعب والاحتيال من خلال فرض الأطر القانونية والتنظيمية التي تشكل إطار عمل السوق وأهدافه وشروط إدراج الأوراق المالية .</u>

توصل الباحث من خلال دراساته النظرية إلى أن قيام الأسواق المالية في مختلف دول العالم جاء لحماية المدخرين من صغار الكسبة والتجار إلا أن الضعف في شروط تكوين تلك الأسواق دفع الحكومات للتدخل لتنظيم العمل فيها ووضع ضوابط لبيع وشراء الأوراق فيها من خلال فرض متطلبات صارمة لإدراج الأوراق المالية في السوق ووضع متطلبات إفصاح دوريه عن الوضع المالي للمنشأة صاحبة الورقة المالية ونشر تلك المعلومات من خلال وسائل الإعلام المختلفة والبورصة ووضع القوانين التي تحد من المضاربة والبيع على المكشوف مما أدى إلى تقليل فرص الاحتيال والتلاعب إلى أدنى حد ممكن وبمقارنة نتائج الدراسة النظرية التي توصل إليها الباحث مع نتائج الاستبيان الإحصائي مع الفرضية الأساسية الثانية للبحث تبين صحة الفرضية خصوصاً وأن متوسط نسبة الأشخاص المؤيدة للفرضية من خلال الاستبيان وصلت إلى ٩٥ % وهي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الذي وضعه الباحث لذلك يرى الباحث أن الفرضية الأساسية الثانية صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دوراً في حماية المدخرين من صغار الكسبة والتجار.

الفرضية الأساسية الثالثة

تنص هذه الفرضية على

إن وجود سوق للأوراق المالية في سورية يسمح للمستثمرين من اختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار، وذلك من خلال توفير كافة المعلومات لكافة المستثمرين،وفرض متطلبات إفصاح دورية تلتزم بها الشركات المدرجة.

اهتمت الدراسات الحديثة المتعلقة بأسواق الأوراق المالية بجانب كفاءة الأسواق المالية أي كفاءة السعر في سوق الأوراق المالية الذي هو انعكاس للمعلومات المتوفرة، خصوصاً على أثر أزمة يوم الاثنين الأسود في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٧. وتوصلت أغلبها إلى أن السعر الذي يتحدد في سوق مثالي هو السعر المثالي، إلا أن ذلك يعتمد على كفاءة المعلومات المقدمة لذلك ميّز علماء المحاسبة بين ثلاث فرضيات لكفاءة سوق الأوراق المالية هي:

١- الصيغة القوية للكفاءة.

٢- الصيغة شبه القوية للكفاءة.

٣- الصيغة الضعيفة للكفاءة.

وأشارت الدراسات إلى أنه حتى تتحقق الكفاءة الكاملة في أسواق الأوراق المالية لابد من توافر الشروط التالية:

١- توفير المعلومات لكافة المتعاملين في السوق بنفس النوعية والكمية والوقت.

٢- ليس هناك تكاليف ضرائب ورسوم على المعاملات، وليس هناك قيود على التعامل، كما أن للمستثمر الحق في شراء الكمية التي يرغب من السوق مهما صغر حجمها.

٣- عدم تأثير تصرفات أي من المستثمرين على تصرفات الآخرين لوجود عدد كبير منهم، وبالتالي فإن الأسعار المعلنة هي أسعار مثالية.

٤- إن حصول المستثمرين على معلومات واحدة من السوق توصلهم إلى استنتاجات متطابقة.

فإذا تحققت هذه الشروط على أرض الواقع، فلن يتمكن أحد المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمر آخر، لأن جميع المشاركين في السوق يحصلون على نفس المعلومات وبنفس الوقت.

وبمقارنة نتائج الاستبيان الإحصائي مع النتائج التي توصل لها الباحث من خلال دراسته النظرية، يبدوا واضحاً أن السعر المثالي للورقة المالية يتحدد في السوق الكفء. وبالتالي فإنه في سوق الأوراق

المالية الكفء يستطيع المستثمر الحصول على الورقة المالية المثلى للاستثمار كون أن سعر تلك الورقة هو السعر المثالي الذي يتحقق في سوق مثالي تتحقق فيه حرية المنافسة ويأخذ فيه قانون العرض والطلب مداه. إن إجابات الأشخاص على أسئلة الاستبيان كانت متركزة على الأهمية النسبية ٣ و ٤ بحيث وصل متوسط إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية ٩١,٣% كتابع إحصائي وهي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الذي وضع من قبل الباحث ٨٠%. وهكذا، فإن الفرضية محققة من أن لسوق الأوراق المالية دوراً في تحديد السعر الأمثل للورقة المالية.

الفرضية الأساسية الرابعة

تنص الفرضية على:

أن وجود سوق للأوراق المالية في سورية يؤدي إلى تطوير نظم المعلومات المحاسبية

توصل الباحث من خلال دراسته النظرية لنظم المعلومات المحاسبية المعمول بها في سوريا إلى أنها نظم ليس لها معايير واضحة ومتعارف عليها تسير عليها الشركات المساهمة حين إعداد تقاريرها المالية، كما أن النظام المحاسبي الموحد لا يقدم من خلال قوائمه وبياناته الإفصاح الكافي عن المنشأة . وبالتالي فإن القوائم المالية في شكلها وتبويبها وعرضها للمعلومات غير ملائمة لقيام سوق للأوراق المالية في سوريا. إن للأسواق المالية في مختلف دول العالم دوراً أساسياً في تطوير نظم المعلومات المحاسبية بشقيها القياس المحاسبي والإفصاح المحاسبي حماية للمستثمرين والاقتصاد الوطني، ففي الولايات المتحدة الأمريكية لهيئة تداول الأوراق المالية (SEC) السلطة في وضع القوانين والقرارات التي تراها مناسبة لتطوير مهنة المحاسبة والإفصاح المحاسبي، متجاوزة بذلك هيئة معايير المحاسبة المالية (FASB). حتى أن هيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية تحتاج إلى موافقة هيئة التداول على أي معايير محاسبية جديدة وإذا لم توافق هيئة التداول تعتبر المعايير والإجراءات التي تتخذها هيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية غير مقبولة.

وفي كل من مصر والأردن أضحى لهيئة سوق المال دور فعال وأساسي في تطوير نظم المعلومات المحاسبية وتطوير مهنة المحاسبة والإفصاح المحاسبي لتقديم بيانات وقوائم مالية واضحة للمستثمرين عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة في الأسواق المالية.

وقد جاءت هذه الدراسات النظرية منسجمة مع نتائج الاستبيان الإحصائي والبحث الميداني الذي قام به الباحث. حيث كان متوسط نسبة إجابات الأشخاص على أسئلة الاستبيان مؤيدة للفرضية،

بحيث كان التابع الإحصائي ٩٢% الذي يزيد بكثير عن الثابت الإحصائي ٨٠%، وهذا يؤكد أن الفرضية صحيحة من أن لسوق الأوراق المالية دوراً أساسياً في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية.

الفرضية الأساسية الخامسة

تنص هذه الفرضية على:

أن النظام المحاسبي الموحد قاصراً عن جعل القوائم المالية لشركات القطاع العام صالحة للتداول في السوق المالي.

من خلال الدراسات النظرية التي قام بها الباحث للمرسوم التنظيمي رقم ٢١ تاريخ ١٩٧٤/٣/١٩ والمرسوم التنظيمي رقم ٢٨٧ تاريخ ١٩٧٨/١/٢٥ المتعلقان بإحداث النظام المحاسبي الموحد والتعديلات التي طرأت عليه. والإطلاع على عدد من الدراسات النظرية التي قام بها عدد من أساتذة المحاسبة في القطر العربي السوري حول النظام المحاسبي الموحد. توصل الباحث إلى أن الهدف من النظام هو خدمة الحسابات القومية والخطة الاقتصادية للدولة وبالتالي فإن القوائم المالية المعدة حسب النظام المحاسبي الموحد لا تعطي فكرة صحيحة عن الوضع المالي للمنشأة لأن هدف النظام ليس إظهار المقدرة الكسبية للمشروع .

وبمقارنة نتائج الاستبيان الإحصائي الذي قام به الباحث مع النتائج النظرية التي توصل إليها الباحث تبين أن متوسط إجابات الأشخاص المؤيدة للفرضية وصلت إلى (٩٦.٦ %) كتابع إحصائي أكبر بكثير من الثابت الإحصائي الموضوع من قبل الباحث (٨٠%) . وهكذا يمكن القول أن الفرضية صحيحة من أن القوائم التي يقدمها النظام المحاسبي الموحد غير ملائمة للتداول في سوق الأوراق المالية. بحيث أن قيام سوق أوراق مالية في سورية يقتضي تعديل النظام المحاسبي الموحد ليتسنى لشركات ومؤسسات القطاع العام من الاستفادة من المزايا التمويلية لسوق الأوراق المالية.

الفرضية الأساسية السادسة

إن النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص لا تلبي حاجة قيام سوق أوراق مالية في سورية

من خلال الدراسات النظرية التي قام بها الباحث للنظم المحاسبية المتبعة من قبل شركات القطاع الخاص الاقتصادي تبين أن مهنة المحاسبة لم يطرأ عليها تطور بالمستوى الذي وصلت إليه عالمياً. ومن

خلال دراسة وتحليل الباحث لميزانية شركتين مساهمتين من كبريات الشركات المساهمة في القطـــر تبين أن هذه الشركات لم تلتزم بمعايير محاسبية موحدة حين إعداد قوائمها المالية :كما أن قوائمـــها المالية لا تقدم المعلومات اللازمة والكافية لاتخاذ قرار استثماري في ضوئها وبالتالي فإن قيام ســـوق أوراق مالية في سورية يقتضي إتباع معايير محاسبية موحدة وإعطاء دور أساســـي وفعـــال لجمعيـــة المحاسبين القانونية في سورية للعمل على تطوير هذه المهنة للحاق بالتطورات التي حصلـــت عليـــها عالمياً وبالتالي العمل على تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة كذلك الأمر إعطاء دور لمفتشي الحسابات ومحاسبتهم بشكل صارم عن أي مخالفة لهذه المعايير يقصد منها تضليل المستثمرين والدولة من خلال تقديم معلومات مغلوطة تؤدي إلى نتائج غير حقيقية عن وضع المنشأة.

وبمقارنة نتائج الاستبيان الإحصائي مع نتائج الدراسة النظرية التي قام بها الباحث تبـــين أن نتـــائج الاستبيان جاءت منسجمة مع نتائج الدراسة النظرية حيث أن متوسط نسبة الأشـــخاص المؤيـــدة للفرضية وصلت إلى ٩٢% كتابع إحصائي أكبر من الثابت الإحصائي الموضوع من قبل البـــاحث، وهكذا يمكن اعتبار أن الفرضية صحيحة من أن القوائم المالية المعدة حسب النظم المحاسبية المعمـــول بها في القطاع الخاص الاقتصادي غير ملائمة في وضعها الحالي لقيام سوق للأوراق المالية في سورية.

المقترحات و التوصيات

لقد بينت نتائج الدراسة التي قام بها الباحث بشقيها النظري و التطبيقي – أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الإستثمارية الكبيرة من خلال دورها في تجميع المدخرات العاطلة و زجها في خدمة الإستثمار .و أظهرت الدراسة أيضا" مدى إهتمام الدولة في تشجيع الأموال الخاصة المحلية و المغتربة و الأموال الأجنبية للإستثمار في سورية من خلال إصدار العديد من المراسيم و القرارت و القوانين المشجعة على الإستثمار كان آخرها إصدار القانون رقم ١٠ لعام ١٩٩١ و ركزت الدراسة أيضا" على أهمية قيام سوق للأوراق المالية في سورية كأحد العناصر الجوهرية لتشجيع الرأسمال على الإستثمار في القطر خصوصا" و أن المشاريع الإستثمارية الحديثة لا يمكن أن تحقق الهدف منها في بناء إقتصاد قوي منافس إلا من خلال الشركات المساهمة التي تحتاج بدورها إلى وجود سوق من أجل تسهيل إصدار و تداول أوراقها المالية .وقد بينت الدراسة أن لقيام الأسواق المالية أثرٌ كبيرٌ على نظم المعلومات المحاسبية و تطويرها بما يخدم المستثمر و الدولة و المشروع ذاته.وأكدت الدراسة أن قيام سوق للأوراق المالية في سورية يستدعي تعديل نظم المعلومات المحاسبية المعمول بها في سورية بما ينسجم مع المعايير المحاسبية الدولية.

لذلك يرى الباحث أن المقترحات و التوصيات التالية يمكن أن تكون من الأهمية بمكان في دفع عجلة الإستثمار في القطر العربي السوري والعمل على تطوير معايير محاسبية موحدة منسجمة مع المعايير الدولية و مناسبة لقيام سوق للأوراق المالية.

أولا" : ضرورة قيام سوق للأوراق المالية في سورية , لأن النهوض بأعباء النمو الإقتصادي و الإجتماعي يقتضي إتباع سياسة إقتصادية متوازنة يكون فيها للقطاع الخاص الإقتصادي دور فعال في تمويل الإستثمار و بالتالي فإنه على الدولة العمل على تشجيع الإدخار و تهيئة الفرص الملائمة و المشجعة لجذب الرأسمال العربي و العالمي للمشاركة في تمويل الإستثمار في سورية.و قد توصل الباحث الى أن تحقيق ذلك يتم في أفضل صورة من خلال قيام أسواق للأوراق المالية نظرا" للدور الهام الذي تقوم به الأسواق المالية في:

أ- تساهم أسواق الأوراق المالية في تجميع المدخرات و تنمية الوعي الإستثماري لدى المواطنين و حماية المدخرين و تهيء السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الإقتصاد الوطني.

ب- للسوق قدرة كبيرة على تأمين المال اللازم لتمويل الإستثمارات و خصوصا"الاستثمارات طويلة الأجل.

ج- إن سوق الأوراق المالية يوفر المال اللازم للإستثمار بتكلفة أقل بسبب إمكانية توفير المال اللازم للمستثمرين إما بالملكية أو بالدين بحيث يستطيع المستثمراسخدام رافعة التمويل بشكل سليم,فيستخدم التمويل بالدين حين يكون ذلك أفضل من التمويل بالملكية و العكس صحيح,و قد يلجأ الى إستخدام الإثنين معا" إذا كان في ذلك تخفيضا" لتكلفة التمويل.

ء- توفر سوق الأوراق المالية شهادة أمان للمقترضين بأن الورقة المالية المدرجة هي ورقة جيدة وإلا لما أدرجت في سوق الأوراق المالية ,و بالتالي تشجعهم على منح المستثمرين القروض التي يحتاجوها من خلال شراء أوراقهم المالية.

هـ- توفر سوق الأوراق المالية مزية السيولة الدائمة للورقة المالية من خلال إفساح المجال لإحلال مدخرين جدد محل حملة الصكوك الذين يرغبون في بيعها,مع بقاء هذه الصكوك في نفس توظيفها الأصلي رغم تغير المالك لهذه الصكوك و هكذا فالبورصة تحمي الإدخار من مخاطر التجميد الذي يجعل المدخرين يترددون في توظيف مدخراقم في صكوك مالية.

و- تساهم السوق في توزيع رأس المال على مختلف أنواع الصناعات,و يتم هذا من خلال بيع و شراء الأسهم و السندات في سوق البورصة.و لعل ما يحدث من تقلبات الأسعار يعتبر من أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع. إن دراسة تموجات أسعار البورصة تسمح في تعيين الفعاليات الإقتصادية المثمرة,و على ذلك تعتبر تقلبات الأسعار عند رجال الأعمال "البارومتر"الذي يقيسون به مدى نجاح المشروعات كلما أرادوا إستثمار أموالهم.إن دراسة أسعار البورصة تحول دون توظيف الأموال في الأعمال غير الناجحة.

ز- توفر السوق المكان الملائم لإصدار و تداول الأوراق المالية للشركات المنشأة و المدرجة فيها و بالتالي تضع حدا" للتلاعب و الإحتكار في عمليات بيع و شراء الأوراق المالية.

ثانياً: ضرورة تطوير نظام العمل في المؤسسات المالية القائمة (البنوك) من حيث تطوير التقنيات و الأعمال المصرفية و تحسين مستوى أدائها و إدخال مختلف الخدمات المصرفية الجديدة كبطاقات الائتمان و توريق الديون بتحويل المديونية المصرفية إلى أوراق مالية. و تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي و ارتفاع مستوى خدماته و زيادته و زيادة عدد الفروع و أن تكون قريبة من عامة الشعب. لأن ذلك من شأنه أن يساعد على تنمية العادات الادخارية, و بالتالي تغيير عادات الناس من الادخار في الذهب أو الاستثمار في العقارات إلى الاستثمار في الاستثمارات المنتجة .

ثالثاً:إيجاد مؤسسات مالية جديدة يكون للقطاع الخاص و المشترك دوراً فيها. هدفـــها تشـجيع الادخار و الاقتراض بالتوافق و التنسيق بين النظام المصرفي و المؤسسات التابعة له التي تجمع المدخرات لتصبها في الاستثمار. حيث إن للبنوك دوراً متعدد الجوانب في عمليات البورصة, فهي توفر الخدمات لأطراف التعامل في البورصة سواءً الجهات المصدرة للأوراق المالية عـن طريق تمكينهم من الإصدار من خلالها, في أو أفراد الجمهور الذيـن يطلبـون إلى البنـوك "باعتبارهم عملاءها تنفيذ أوامر البيع أو الشراء أو مجرد المشـورة الفنيـة, خصوصـاًبعد التطورات التي حدثت على هياكل و أنشطة البنوك التجارية و التي هدفت إلى إلغـاء دور التخصص المصرفي التقليدي و ظهور طابع الخدمات المالية الشاملة لدى المصـارف الـتي تشمل الخدمات التمويلية و الاستثمارية و الأوعية الادخارية و الاستثمارية الـتي توفرهـا لعملائها.

رابعاً: ضرورة اهتمام الجهات المسؤولة في الدولة بمسألة تطوير النظم المحاسبية المعمول بها في القطـر سواءً النظام المحاسبي الموحد بحيث يصبح الهدف من النظام المحاسبي الموحد إظهار الوضـع المالي للمنشأة, و إظهار مقدرتها الكسبية و ذلك من أجل أن يتسنى لشركات و مؤسسـات القطاع العام التي تعمل به الاستفادة من إقامة سوق أوراق مالية مـن حيـث إصدارهـا للأوراق المالية و حصولها على المال اللازم من خلال سوق الأوراق المالية.

ب- وضع معايير محاسبية موحدة منسجمة مع المعايير المحاسبية الدولية تلتزم بها شركات القطـاع الخاص و المشترك الاقتصادي. بحيث تظهر القوائم المالية الوضع المالي الحقيقي للشـركة دون تلاعب و تحايل و كذلك الأمر تمكن المطلع عليها من الوقوف على حقيقة الشركة الماليـة و بالتالي تساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

ج- ضرورة وضع أنظمة معلومات تتضمن افصاحاً شاملاً عن المعلومات المالية وغير المالية تلـتزم بها الشركات التي ستدرج في سوق الأوراق المالية حال حدوثها.

ء- تطوير صناعة التحليل المالي والصحافة المالية وتشجيع إنشاء شركات للخدمات المالية لتقييم أداء الشركات المساهمة باستمرار ونشر هذه المعلومات بحرية تامة لتوعية المستثمرين.

هـ- ضرورة الاهتمام بوسائل الاعلام المالي ومراقبتها، لأن تكويـن الشـركات أو طـرح السندات لابد من أن يصحبه إعلان مناسب وعلى مستوى الوطن حتى يعلم كل مسـتثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تتاح له لتوظيف أمواله، وحتى يمكن الحفاظ علـى مصلحـة صغار المدخرين لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات، ويلزم ذلك ضـرورة التدخل في حذف البيانات غير الصحيحة إذا ماكان هناك ضرورة لذلك.

وتظهر أهمية ذلك من خلال إمكانية توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب المشاركة بها عن طريق الإعلانات المنظمة.

و- إعطاء المراجعة وتدقيق الحسابات دوراً فاعلاً و تحميل المراجع أو مفتش الحسابات المسؤولية القانونية عن أي أخطاء أو تلاعب لم يكشفها المفتش , وأدت إلى التأثير بقرار المستثمر, حيث إن الدور الهام للمراجع هو التحقق من كفاءة الإفصاحات المقدمة و صحتها ووضع حد للتلاعب و الاحتيال في القوائم المالية من خلال كشف أي عمليات محاسبية مخالفة للمعايير الموضوعة.

خامساً: تفعيل دور جمعية المحاسبين القانونيين السورية وتحميلها مسؤولية وعبء القيام بتطوير نظم المعلومات المحاسبية ومتابعة العمل بهذه النظم من قبل الشركات المساهمة وخصوصاً الشركات المزمع إدراجها في سوق الأوراق المالية حال إحداثها.

سادساً: العمل على إلغاء القوانين والقرارات المعيقة للاستثمار كالقانون ٢٤ المتعلق بالقطع الأجنبي وإيجاد الوسائل والطرق الناجعة لتخليص المستثمرين من الروتين القاتل حين الحصول على ترخيص بإقامة منشأة صناعية أو زراعية أو سياحية (حيث يحتاج المستثمر للتعامل مع مختلف وزارات ودوائر الدولة) ويمكن حصر ذلك بإقامة مكان محدد مرتبط بمجلس الوزراء يكون فيه ممثلين عن كافة الوزارات ذات العلاقة بحيث لايحتاج المستثمر أن يذهب إلى أي مكان آخر وينهي معاملته بأريحية وبعيداً عن الروتين.

المراجـــــع

أولاً الكتب:

– أبو زيد، حسن محمد حسين :

١_دراسات في المراجعة،الجزء الثاني، دار الثقافة،القاهرة،١٩٨٣

– أبي صالح،جورج:

٢_بورصة الأوراق المالية وادارة المحافظ بالتعاون مع اتحاد المصارف العربية ١٩٨٧

– أحمد،عبد الفضيل محمد:

٣_بورصات الأوراق المالية؛مصر المنصورة؛مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، ١٩٩٠

– الأرمنازي ،نجيب:

٤_محاضرات عن سورية من الإحتلال إلى الجلاء،القاهرة،(د.ت)

– الإمام، أحمد فهمي:

٥_أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية اتحاد المصارف العربية ١٩٧٩

– باز،فريدي:

٦_بورصة الأوراق المالبة وادارة المحافظ،سبق

– الجليلاتي،محمد:

٧_محاسبة شركات(١)شركات الأشخاص؛مطبعة جامعة دمشق،دمشق،١٩٩٢

٨_محاسبة شركات(٢)شركات الأموال؛مطبعة جامعة دمشق،دمشق، ١٩٩٣

– الحسيني،علي:

٩_تاريخ سورية الإقتصادي؛مطبعةبدائع الفنون،دمشق،١٣٤٢هـ

– الحمش،منير:

١٠_الاستثمار في سورية،أسئلة وأجوبة؛مطبعة الأهالي،دمشق،١٩٩٢

– دهمش،نعيم حسني:

١١_الإطار التنظيمي للمحاسبة،منشورات المجمع العربي للمحاسبين القانونين،عمان(د.ت)

١٢_قائمة التدفقات النقدية من الناحية العلمية والعملية مطبعة النور،عمان١٩٩٦

- رمضان،زياد:

١٣_مبادئ الإحصاء الوصفي والتطبيقي والحيوي ؛ طبعة اولى ، دار الصفـدي للنشـر والتوزيـع ،عمان،١٩٩٠.

- سابا ،وشركاهم:

١٤_االأصول المحاسبين الدولية أدلة المراجعة،دار العلم للملايين،بيروت،أول طبعة ١٩٦٧

- السباعي،بدرالدين:

١٥_أضواء على الرأسمال الأجنبي في سورية دار الجماهير،دمشق،١٩٦٧

- السقا،حمدي:

١٦_النظام المحاسبي الموحد،المطبعة التعاونية،دمشق،١٩٩١

- الصباحي،حمدي:

١٧_دراسات في الإقتصاد العام؛دار النشر المغربية،الدار البيضاء ١٩٨٢

- طربيه،جوزيف:

١٨_التصميم المحاسبي العام للمؤسسات "الدليل التطبيقي"؛ دار النهار،بيروت١٩٩٦

- عبد السيد،يس:

١٩_ بورصة الأوراق المالية؛طبعة أولى،مطبعة الاعتماد،مصر،١٩٤٨

- عشي جورج:

٢٠-النظام النقدي في سورية؛المطبعة الجديدة،دمسق،١٩٦٢

- عوض،عبد العزيز:

٢١_الادارةالعثمانية في ولاية سورية،دار المعارف،مصر،١٩٦٩

- غويشة نافذ:

٢٢_تطور الأرقام القياسية في الأردن؛منشورات النبك المركزي الاردني عمان،١٩٨٤

- فلوح،صافي:

٢٣_المحاسبة الادارية ودراسة الميزانيات؛مطبعة الاتحاد،دمشق،١٩٨٧

- فوزي عبد المنعم:

٢٤_المالية العامة والسياسة المالية؛ دار النهضة العربية،بيروت، ١٩٨٢

- القاضي،حسين:

٢٥_المحاسبة المتقدمة؛مطبعة الاتحاد دمشق، ١٩٩٤

٢٦_نظرية المحاسبة؛مطبعة الاتحاد،دمشق، ١٩٩٤

- كاظم،أحمد مراد:

٢٧_البورصة،جهازها،أنواعها،عملياتها؛مطبعة الثبات،دمشق،١٩٦٠

- مكاوي،نادية أبوفخره:

٢٨_اتجاه معاصر في ادارة المنشآت والأسواق المالية،مكتبه النهض العربية مصر،١٩٩٠

- هندي،منير إبراهيم:

٢٩_الأوراق المالية وأسواق راس المال؛منشأة المعارف،الاسكندرية، ١٩٩٣

- هوفاجيميان،أندريه

٣٠_أسواق رأس المال العربية الفرص التحديات،اتحاد المصارف العربية أبو ظبي،١٩٩٥

ثانياً:المقالات والأبحاث المنشورة في مجلات عربية ودولية.

٣١_أبو جبارة، هاني:

- لمن الأفضلية في التقارير المحاسبية لقيم السوق الجارية أم الدفترية؟ دليل عملي وواقعي! مجلة دراسات ،العدد الأول،الجامعة الاردنية،عمان ١٩٨٤

٣٢_الأزهري،باسم وفوزي غرايبه:

_توقيت إصدارالتقرير المالي السنوي في الشركات المساهمة العامة الأردنية؛مجلة دراسات،المجلد الخامس عشر،العدد الثاني،الجامعة الاردنية عمان،١٩٨٨

٣٣_ابراهيم،عبد الحميد:

_رجل الأعمال وسوق المال؛مجلة الأهرام الاقتصادي القاهرة،العدد،١٤٦٥،تاريخ١٩٩٧/٢/٣

_كيف نحقق التوازن بين الإفصاح مطالب الشركات؛مجلة الأهرام الإقتصادي،القاهرة،العدد ١٤١٣،تاريخ١٩٩٦/٥/٣

-في ندوة أسواق المال ، مجلة الأهرام الاقتصادية، القاهرة، العدد ١٤٦٤، تاريخ ١٩٩٧/١/٢٧

٣٤_بابا يوانو. مايكل ج و لورنس، ك. ديوك:

- تدويل أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، القاهرة، ١٩٩٣

٣٥_ بكري، عبد الستار:

- الإفصاح المالي ومعايير المحاسبة، مجلة الأهرام الاقتصادية، القاهرة، العدد ١٤٦٦ تاريخ ١٩٩٧/٢/١٠.

٣٦_جيراردو دوشلر:

- فورة الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن، عمان، ١٩٩٤ عن مجلة عالم البنوك World of Banking 1994

٣٧_ حسن، اسماعيل:

- رجل الأعمال وسوق المال، مجلة الأهرام الاقتصادي، القاهرة، العدد ١٤٦٥ تاريخ ١٩٩٧.

٣٨_ ديوك، لورنس ك ومايكل . ج بابايوانو:

- تدويل أسواق الأوراق المالية الناشئة، سبق

٣٩_ الصادق، زكريا:

- المعلومات المحاسبية تقضي على القيم المتطرفة للأسهم، مجلة الأهرام الاقتصادي، القاهرة، العدد ١٤٦٤ تاريخ ١٩٩٧

٤٠_ عبد العزيز، محمود:

- إطلاق سراح البنوك؟ مجلة الأهرام الاقتصادي، القاهرة، العدد ١٤٦٤ تاريخ ١٩٩٧/١/٢٧

٤١_ عبد الله، خالد أمين:

- الإطار التشريعي للإفصاح، مجلة المدقق، الأردن، العدد ٢٦ تاريخ ١٩٩٥

٤٢- العراقي، عراقي:

- المحاسبة عن التدفقات النقدية دراسة أختبارية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة، العدد ٦٢ تاريخ ١٩٩٠

٤٣- عفيفي، طه:

- توظيف القيمة المنقولة، مجلة مصر المعاصرة، مصر - العدد ١٥ - تاريخ ١٩٨٤

٤٤- غرايبة، فوزي، ولينا هريش:

- أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية؟ مجلة دراسات، المجلد السادس عشر ،عمان، العدد الاول، ١٩٨٩

٤٥- غرايبة، فوزي وباسم الأزهري:

- توقيت إصدار التقرير المالي السنوي في الشركات المساهمة العامة الأردنية، سبق

٤٦- غرايبة، فوزي، ورندا النبر:

- مدى توفر الإيضاحات في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، مجلة دراسات، المجلد الرابع عشر، العدد الثامن الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٨٧

٤٧- غرايبة، فوزي وريما يعقوب:

- استخدام النسب المالية في التنبؤ بتعثر الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، مجلة دراسات، المجلد الرابع عشر، العدد الثامن، الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٨٧

٤٨- مجلة الدراسات المالية والمصرفية:

- مصر: الاقتصاد الوطني يشهد الفورة وسوق المال ينعم بالهدوء، اعداد ادارة البحوث والدراسات والنشر بترخيص من ALAN MACKIE، Euromony (Jonuary 1995)

٤٩- مخامرة، وجدي:

- صناديق الاستثمار المشترك، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن عمان، ١٩٩٧

٥٠- مشرف، فهيمة:

- بعد إعلان ميثاق شرف المهنة في البورصة المصرية، مجلة الأهرام الاقتصادي، القاهرة، العدد ١٤٦٤ تاريخ ١٩٩٧

٥١- مطر، محمد:

- الأهمية النسبية للبيانات المالية المدققة الصادرة عن الشركات المساهمة بدولة الكويت كمصدر للمعلومات لمتخذي قرارات الاستثمار وقرارات الإقراض، مجلة دراسات، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٨٨

٥٢- النبر، رندا وفوزي غرايبة:

- مدى توفر الإيضاحات في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، سبق

٥٣- نجم، علي:

- تطوير الجهاز المصرفي، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد ١٤٦٤ القاهرة، تاريخ ١٩٩٧

٥٤- نصر، زكريا أحمد:

- أزمة المناخ وتطوير سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٠٢ القاهرة، تاريخ تشرين أول ١٩٨٥

٥٥- هريش، لينا وفوزي غرايبة:

- أثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، سبق

٥٦- الوابل، وابل بن علي:

- المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية دراسة تحليلية مقارنة بالقياس إلى أرباح الاستحقاق، مجلة الأدارة العامة، المجلد السادس والثلاثون، العدد الثاني، السعودية الرياض ١٩٩٦

٥٧- **يعقوب، ريما، وفوزي غرايبة:**

- استخدام النسب المالية في التنبؤ بتعثر الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، سبق

٥٨- **البحرة، مأمون:**

- الندوة الاقتصادية الأولى لكلية الاقتصاد - جامعة دمشق - دمشق ١٩٩٦

٥٩- **بورصة الأوراق المالية بالقاهرة:**

- الكتاب السنوي، القاهرة، ١٩٩١

٦٠- **التقرير الاقتصادي العربي:**

- معدلات التوسع في السيولة المحلية، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية، القاهرة، ١٩٩٥

٦١- **تقرير مفتش الحسابات في شركة ترانستور:**

- دمشق سورية، ١٩٩٥

٦٢- **تقرير مفتش الحسابات في شركة غدق:**

- دمشق سورية ١٩٩٥

٦٣- **دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية:**

- الإصدار السابع، عمان، ١٩٩١

٦٤- **دليلة، عارف:**

- الكتلة النقدية في سورية، جمعية العلوم الاقتصادية، دمشق ١٩٩٥

٦٥- **دهمش، نعيم حسني:**

- المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان، دت

٦٦- **سكر، نبيل:**

- الإصلاح المصرفي في سورية، جمعية العلوم الاقتصادية، دمشق، ١٩٩٤

٦٧- **عبد الله، خالد أمين:**

- الإفصاح ودوره في تنشيط التداول، مؤتمر استراتيجيات تنشيط البورصات العربية، ١٩٩٤

٦٨- **كنعان، علي:**

- دور وأهمية الموازنة العامة في تمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية في سورية، اتحاد شبيبة الثورة بالتعاون مع جامعة دمشق كلية الاقتصاد، دمشق ١٩٩٧

٦٩- **المكتب المركزي للإحصاء:**

- المجموعة الإحصائية، ١٩٦٨

- المجموعة الإحصائية، ١٩٩٥

٧٠- المجلس الأعلى للاستثمار:

- نتائج تنفيذ قانون تشجيع الاستثمار رقم ١٠ لعام ١٩٩١ خلال السنوات ١٩٩١-١٩٩٦ والاتجاهات الرئيسية للاستثمار، رئاسة مجلس الوزراء، ١٩٩٧

٧١- المجمع العربي للمحاسبين القانونيين:

- الأصول الدولية للمحاسبة، لجنة الأصول الدولية ١٩٩٢

٧٢- منهاج التثقيف الحزبي:

- دراسات اقتصادية، منشورات مكتب الاعداد الحزبي القطري، مطبعة القيادة القومية، دمشق، ١٩٩٢

٧٣- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار:

- أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها، أدواتها، وأوضاع التعامل فيها، دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي، عمان ١٩٨٥

٧٤- الميداني، أيمن عزت:

- التمويل وتشجيع الاستثمارات الخاصة في سورية، جمعية العلوم الاقتصادية، دمشق، ١٩٩٢

٧٥- النشرة الاقتصادية للبنك الأهلي المصري:

- المجلد الثامن والأربعون، العدد الأول، القاهرة، ١٩٩٥

٧٦- النظام الداخلي لسوق عمان المالي:

- سوق عمان المالي، عمان، ١٩٩١

٧٧- النظام المحاسبي الموحد ودليل الحسابات:

- وزارة المالية، سورية، دمشق، ١٩٧٨

٧٨- وزارة التموين والتجارة الداخلية:

- الشركات المساهمة المغفلة، المحدودة المسؤولية في الجمهورية العربية السورية، وزارة التموين والتجارة الداخلية، دمشق ١٩٩٦

رابعاً: المراسيم والقرارات والبلاغات:

٧٩- مراسيم تأميم عدد من الشركات:

- الجريدة الرسمية، وزارة المالية، دمشق، ١٩٥٢
- الجريدة الرسمية، وزارة المالية، دمشق، ١٩٦١
- الجريدة الرسمية، وزارة المالية، دمشق، ١٩٦٤
- الجريدة الرسمية، وزارة المالية، دمشق، ١٩٦٥

- الجريدة الرسمية، وزارة المالية، دمشق، ١٩٦٨

٨٠- المرسوم التشريعي رقم ١٨ لعام ١٩٧٤ وتعديلاته والأنظمة المالية والمحاسبية النافذة في المؤسسات ذات الطابع الاقتصادي: وزارة المالية، ١٩٩٠

٨١- القرار رقم ٧ م.د:

- التعليمات التنفيذية للقانون رقم ١٠ لعام ١٩٩١، رئاسة مجلس الوزراء - المجلس الأعلى للاستثمار، دمشق، ١٩٩١

٨٢- قانون تشجيع الاستثمار رقم ١٠:

- وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، دمشق، ١٩٩١

خامساً: الرسائل العلمية والمخطوطات:

٨٣-رمضان، عماد زيادة:

- إختيار الرقم القياسي الأكثر كفاءة لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، عمان ١٩٩٠

BIBLIOGRAPHY

1. AL-Khalili, Imad 1991. Efficiency of Aman financial market; master degree of science in finance., strathclyde Business school, U.K.
2. Aman financial market 1987 Annual report - Jordan.
3. American institution of certified public Accountants (AICPA) 1970, Accounting preinciples board, statement # 4, Basic concepts and accounting principles underlying financial statements of Business enterprise.
4. American instiTution of certified public Accountants 1954, Generall accepted Audiling standard (N.Y 1954).
5. Annual Aman financial market 1993 The six teenth report. Jordan.
6. Arenson, Richard 1985. Public finance, Mc Graw Hill, inc
7. Badr E . Ismail ,and kim Moon M .1989. "Notes on the accounting of cash Flow variables with market risk ",The accounting review- U. S. A.
8. Ball and Kothari - S. P. 1991 "Security return arround earning announcement" Accounting review U. S. A.
9. Ball R, and Brown 1968 "An empirical evalution of accounting numbers" Journal of accounting researeh.
10. Bartove Eli and Bodner, Gordon M. 1996 Alternative accounting mathods, information asymmrety and liquidity, theory and Evidence "the Accounting review, vol 71, No.3".
11. Beaver, willian H. 1968 "The information content of annual earning announcement" Accouncement" "Empirical research in accounting" selected studies, supplemnted to Journal of Accounting research.
12. Bedford Norton M 1973 (Extension in Accounting disclosur) prentice hall inc, New Jersey.
13. Bernard Victor, L- and Stober thomas, L. 1989 the nature of amount of information in cash flows and accruals - the accounting review - U. S. A.
14. Bernard, V. and j. thomas 1989 past earning announcement drift: delayed price response or risk premium? Journal of accounting research
15. Bernistein, P, 1987, Asimple story, financial analysis Journal, 43 (Nor, Dece 1987)
16. Bierman, jr Harold 1989, 6 th edition the capital Budgeting decistion ,MaCmillan publishing co New York
17. Bierman,jr Harold and smidt seymour 1989 "The capital Budgeting decision". MacMilian publishing co. New York
18. Bolten . Steven E and conn, Robert L. 1989 " Essentials of managerial finance", Houghton Mifflin Co. U.S.A.
19. Brennan, Micheal j- January 1991 " A perspective on accounting and stock price" "Accounting review" USA.
20. Brenson, Mark L.,Levine. David, M. 1989, Basic Business statistics, concepts and applications, prentice Hall, inc.

21.Brown philip, Foster George, and Noreen Eric 1985 Studies in accounting research #21 American accounting association - Sarasoto, Florida.
22.Buckly John W, MarleneH. Bucley and Plank, Tom 1990. "Sec Accounting" N.Y- N.Y. - Johwilly and Soninc.
23.Buzby, stephen L. "1974" selected Items of information and their disclosure in annual reports, "The accounting review " July 1974.
24.Byron D. woodside 1966 "address Befor hayden stone accounting forum", Journal of accountancy "Feb 1966), U.S.A.
25.Charles T.Horngreen and Foster George 1987 ((Cost accouuting managerial emphasis)) 6 thedition, printice hall ic /Englood cliffs, n.j
26.Cohen, Milton, H, 1984 "Regulation through disclosure" Journal of accountancy "December 1984"
27.Copeland Ronald M, Dascher paul E., and Davison Dale L. 1979.- financial accounting - john willy and son-new york
28.Cumby, R and Glen, j. 1990 "Evaluating performance of international mutual Funds": Journal of finance, 45 (june 1990)
29.D'Ambrosio charles A. and Hodges stewart D. 1992 principles of carporate finance - McGraw Hill Book co, New York.
30.Dan group in association with Cowi consult 1985 Syrian arab republic - industrial survey valum # 1 - 2 - Damascus Syria.
31.Drawiche, Fida - 1986 - the Golf stock exchange crash the rise and fall of the souQ AL-Manakh, croom helm, New Hampshire - U.S.A
32.Edgar K. Browning 1989: public finance and price system - 2nd edition Macmillan publishing co. New York.
33.Fama, E - 1987 - perspective on october 1987 Dow Jones - Irwin, ill.
34.FASB. S. of FA. c No. 1 : 1978 Objectives of financial reporting By Buseness enterprise (stanford, Ct) 1978.
35.Fess Philip E. and Niswonger C. Rollin,1987, Accounting principles -, Southwestern publishing co, Cincinati Ohio.
36.Financial Accounting standard Boord FASB 1980: Qualitative characteristics of Accounting information - ((stanford ct 1980) .
37.Financial Accounting Staudard Boord (FASB) 1987: "Statement of cash flows" statement No. 95 - stnford, FASB 1987
38.Fischer, D., and Jordan, R. 1987 "Security analysis and portfolio management" printice Hall - New York.
39.Francis, J. 1986 - "Investment analysis and management" McGraw Hill - New York.
40.French D, 1989 "Security and portfolio analysis, Concept and Management" ,Ohio Merril pub
41.Fry Maxmell - and willians Raburn M. 1989 American Money and Banking - ,Johnwiley and Sons, New York.
42.Games D. Stice 1991 "What affects the efficiency of a market? Some answers from the labratory", the accounting review Vol, 66,No3.

43.Geoffrey A. Hirt and Stanley B. Block 1983 "Fundamental of investment management and strategy" richard D. Irwin Inc.
44.Gitman L, and Joehnk, M, and piches, G 1985 financial management Harper and Raw - New York.
45.Gitman Lawrance j, and Joehnk Micheal D. 1984 " Fundamentals of investing -" Harper and Raw - New York.
46.Glautier M.W. E. and Underdown. B- 1977 Accounting theory and practice, Pitman publshing co, Britain.
47.Gonedes Nicholas j, and Dopouch Nicholas ,1988, Studies in acconting research # 30 American accounting assouciation - sarasota Florida.
48.Hand, John R. M. 1991 "Extended functional fixation and security returns arround earnings anouncement" Accounting review.
49.Harrington Diana R. 1985 - Financial Decision Marking., the Dryden press - New York.
50.Hazard John W. and Coit Lew G. 1962, The kiplinger Book on investing for years ahead; Doubleday and Company, inc New York.
51.Healy Paul M. and Palepu krishna G. 1993 "The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices", Acconting Horizon.
52.Hendriksen Eldons: 1982 - "Accounting theory" Irwnin Homewood illinois.
53.Higgns Robert C. - 1988 "Analysis for financial management" Irwin - Homewood, illinois.
54.Hiroyuki Itami - 1977 "studies in accounting research" American accounting association, Sarasote Florida.
55.HOBBS, James B. and Moore carl. L. 1984 "Financial Accounting", South western publishing co - Cincinatiohio
56.Holthausen, R. W. 1990, Accounting Method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives: Journal of accounting and Economics.
57.Howard Ross 1978 "The elusive of accounting", Ronald presso. N.Y.
58.Huang, S and Randall, M. 1987, Investment analysis and management, "2nd edition" Boston: Allyn and Bacon, co.
59.Hull John - 1990 "Monitoring a company's operation cash flow using variance analysis", Accounting Horizon.
60.Jahnke, W 1987. "The crash of 87", Financial analysis Journal, 43 (Nov. Dec 1987)
61.Jerold. Zimmerman and Ross L. Watts, 1979, The demand for and supply of accounting theories the market for excuses -, the Accounting review, (April 1979).
62.John C. Burton 1973 "Paper shuffling and economic reality", Journal of accounting.
63.Johnson Robert,W. and Melicher Ronald W. Financial management. Ally and Bacon inc, Boston.

64.Leonard M Savoie 1973 "Accounting Attiudes", Financial excutive.U.S.A
65.Lorie, H, Dodd, P, and Kimton, Mary 1988 "The stock market theories and evidence" "2nd edition", Richard D. I Rwin inc.
66.Luckett Dudley G - 1980 - "Money and Banking", McGraw Hilli Book, co , N.Y.
67.Lundholm Russell, j 1991 "what affects the efficiency of Market", "Accounting review"
68.Madura Jeff - 1992 "Financial market and instilutions", West mpublishing co - ST. paul Mn
69.McCarty Marilu Hurt - 1987 "Money and Banking, Financial institutions and economy policy" Addison - Wesley publishing co - London.
70.Morris Rober and associales 1982 "Uniform credit analysis" Philand elphia, PA, 1982.
71.Pearce, D. and Rolley, V. 1985 "Firm characteristics, unanaticipated inflation and stock return". Journal of finance, 43 (Sep 1988)
72.Perry colin A. 1976 "Stock exchange transactions" Sir Issac Pitman and Sons Ltd - Britain.
73.Poindexter J. C. and Jones C.P. 1980 "Money, financial markets and the economy", West publishing co. N. Y.
74.R amanthan, KAVASERI, 1976 "Toward the theory of Corporat social accounting" "the Accounting review"
75.Radclif, R 1982, investment: Concepts, analysis, and strategy; illinois: Soctt, Foresman and Comp.
76.Randall, N. and Huang, S. 1987 "Investment analysis and management" ,Allyn and Bacon,Co, Boston.
77.Robert Morris and accociates 1982 "uniform credit analysis", Philadelphia PA
78.Rose Peter S. 1989, Money and Capital Market, I Rwin Homewood, illinois
79.Ross Howard 1978: "The elusive of Accounting" Ronald Presso. N.Y.
80.Serraino williams, and associtcs 1984, Frontiers of financial management, outh Western publishing ,co, Cinciati - Ohio
81.Siegal Joel g, 1982, How to analyse Buassiness, Finanacial statements and quality of earning. Englwood cliffes: Printice - Hall, Inc - IV.s
82.Skousen, k. Fred 1983 "An introduction to the SEC", South western publishing co, Cincinati, Ohio
83.Smith, Jackl, and associates 1991"Financial Accounting", General accepted accounting principles (GAAP)
84.Stickel, Scotte 1991 "common stock return surrounding earnings forecast Revision: More Puzzling evidence "Accounting Review" Vol, 66, No2.

85.Swaminthan, S. 1991 "The impact of SEC mandated segment data on price variability and divergence of beliefes", "The acconting reniew"
86.The economic intellegence unit -1992- Kuwait country profile. London Wia IDW.

جدول رقم ١، بأسماء الشركات المساهمة المغفلة في سورية حتى فجر الإستقلال عام ١٩٤٦

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
١	شركة كهرباء حمص وحماة م.م	١٩٢٨	حمص	٧٥٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٧٥٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	مؤممة
٢	الشركة الوطنية لصنع الشمنتو ومواد البناء م.م	١٩٣٦	دمشق	١٤٤٠٠٠		١٢٦٧٠٠٠	٥٨٢٠٠	مؤممة
٣	شركة الكونسروة والصناعات الزراعية	١٩٣٢	دمشق	٤٥٠٠٠٠	٢٢٥٠٠	٩٧٥٠٠٠	٤٨٧٥٠	مؤممة
٤	الشركة السورية للغزل والنسيج	١٩٣٣	حلب	١٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	مؤممة
٥	شركة الفرات للكهرباء والمشاريع العمومية	١٩٣٦	دير الزور	٧٢٠٠٠	٤٨٠٠	٣٦٠٠٠٠	٢٤٠٠٠	مؤممة
٦	شركة المغازل والمناسج	١٩٣٧	دمشق	٣٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٩٤٥٠٠٠٠	٩٤٥٠٠	مؤممة
٧	الشركة التجارية السورية للحاصلات الزراعية	١٩٤١	دمشق	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٧٥٠٠	حلت عام ١٩٨٥
٨	الشركة السورية للصناعات الزراعية	١٩٤١	حلب	٢٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	
٩	الشركة السورية للاستيراد وتصدير ونقل الفواكه والثمار	١٩٤٤	حلب	٧٠٠٠٠	٧٠٠	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	صفيت ١٩٤٩
١٠	شركة مال القبان للاستيراد والتصدير	١٩٤٤	دمشق	٤٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠	صفيت ١٩٥١
١١	الشركة الاقتصادية لإنعاش الاصطياف في قرية معلولا	١٩٤٤	معلولا	٥١٠٠٠	٤٢٥	٥١٠٠٠	٤٢٥	صفيت ١٩٥٨
١٢	شركة الصيادلة السورية	١٩٤٤	حلب	٥٠٠٠٠	٢٥٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	صفيت ١٩٦٧
١٣	الشركة المساهمة الاهلية للنقليات	١٩٤٤	دمشق	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	صفيت ١٩٤٨
١٤	شركة الباصات الجنوبية	١٩٤٥	دمشق	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	صفيت ١٩٦٠
١٥	شركة الأدوية الصيدلانية والصناعة	١٩٤٥	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	صفيت ١٩٥٠
١٦	الشركة الصناعية السورية للزيوت النباتية	١٩٤٥	حلب	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	مؤممة
١٧	شركة الصناعات الزجاجية والخزفية	١٩٤٥	دمشق	٥٠٠٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	٨٠٠٠٠٠٠	٢٨٥٧١	مؤممة
١٨	الشركة التجارية للصناعة والتبريد	١٩٤٣	حماة	٤٣٥٦٠٠	٢٩٠٤	٤٣٥٦٠٠	٢٩٠٤	
١٩	الشركة المساهمة للنقليات الجولان	١٩٣٦	قنيطرة	٢٠٥٠٠٠	٨٢٠٠	٢٠٥٠٠٠	٨٢٠٠	حلت عام ١٩٦٢
٢٠	شركة المشاريع الكاثوليكية	١٩٤١	حلب	١٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	
٢١	السورية للبناء والعمران	١٩٤٤	حلب	١٢٥٠٠٠٠	٥٠٠٠	١٢٥٠٠٠٠	٥٠٠٠	
٢٢	شركة مال القبان للاستيراد والتصدير	١٩٤٤	حمص	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	

المصدر: وزارة التموين والتجارة الداخلية

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
١	الصناعيـة المتحدة (الخماسية) م.م	١٩٤٦	دمشق	٥٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠	مؤممة
٢	شركة الشهباء لصنع الاسمنت ومواد البناء م. م	١٩٤٦	حلب	٦٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٢٦٠٠٠٠٠	٦٣٠٠٠	مؤممة
٣	شركة التبريد م. م	١٩٤٦	دمشق	٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٣١٤٢٨٨٠	٤٨٣٥٢	مؤممة
٤	الشركة المساهمة لصنع السكر والمنتجات الزراعية	١٩٤٦	دمشق	١٢٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	١٦٥٠٠٠٠٠	٨٢٥٠٠	مؤممة
٥	شركة المصابغ الفنية	١٩٤٦	حلب	٥٠٠٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	٥٥٧٨٠٠٠	٢٧٨٩٠	مؤممة
٦	شركة الكهرباء بالباب المساهمة	١٩٤٦	حلب	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	مؤممة
٧	الشركة الاقتصادية للتنوير والري م.م	١٩٤٦	النبك	٤٠٠٠٠٠	٨٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٨٠٠٠	لم توفق أوضاعها مع قانون التجارة لعام ١٩٤٩
٨	شركة الإنشاءات الوطنية م.م	١٩٤٦	دمشق	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	صفيت في ١٩٥٢/٦/٣٠
٩	شركة الكهرباء والمشاريع العمرانية م.م	١٩٤٦	القامشلي	٢٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٦٥٠٠٠٠	٢٦٠٠٠	مؤممة
١٠	الشركة التجارية الزراعية م.م	١٩٤٦	دمشق	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	حلت في ١٩٤٨
١١	شركة البناء والتجميل	١٩٤٦	حماة	٦٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	حلت في ١٩٤٨
١٢	الشركة المساهمة للكهرباء والمشاريع العمرانية	١٩٤٦	الحسكة	١٢٥٠٠٠	٥٠٠٠	١٧٥٠٠٠	٧٠٠٠	مؤممة
١٣	شركة الزيت والصابون	١٩٤٦	دمشق	٢٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٢٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	صفيت ١٩٥٨/٦/١٠
١٤	شركة الكهرباء المساهمة في سلقين	١٩٤٧	سلقين	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	حلت عام ١٩٥٩
١٥	الشركة التعاونية الزراعية في إعزاز م.م	١٩٤٧	إعزاز	١٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	صفيت في ١٩٤٨
١٦	الشركة السورية المساهمة للغازات المائعة والصناعات الميكانيكية م.م	١٩٤٧	دمشق	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	٣٩٧٠٠٠	٣٩٧٠	مؤممة
١٧	شركة الكهرباء المساهمة في معرة مصرين	١٩٤٧	معرة مصرين	٤٠٠٠٠	٨٠٠	١٤٠٠٠٠	٢٨٠٠	مؤممة
١٨	شركة الكهرباء في كفر تخاريم	١٩٤٧	كفر تخاريم	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	مؤممة
١٩	الشركة المساهمة لتنوير وإرواء ناحية سراقب	١٩٤٧	سراقب	٥٠٠٠٠	٥٠٠	١٢٠٠٠٠	١٢٠٠	صفيت في ١٩٥٩
٢٠	الشركة الزراعية التعاونية في قارة	١٩٤٧	قارة	٥٠٠٠٠	٥٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠	صفيت في ١٩٥٠

المصدر: وزارة التموين والتجارة الداخلية

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
٢١	شركة نقليات الحرمين	١٩٤٧	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	صفيت ١٩٥٢
٢٢	شركة الكهرباء المساهمة المغفلة في سرمين	١٩٤٧	سرمين	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	٨٠٠٠٠	١٦٠٠	مؤممة
٢٣	شركة خدمة السيارات والميكانيك م.م	١٩٤٧	دمشق	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	صفيت ١٩٥٩
٢٤	شركة التجهيزات للسيارات والصناعة م.م	١٩٤٧	دمشق	٤٠٠٠٠٠	٨٠٠	٤٠٠٠٠٠	٨٠٠	محالة للنيابة
٢٥	شركة النسيج السورية	١٩٤٧	حلب	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	صفيت ١٩٥٣/٨/٤
٢٦	شركة الدغبشي الزراعية م.م	١٩٤٧	دمشق	١٤٩٣٠٠	١٤٩٣	٤٥٠٠٠٠	٢٢٥٠٠	متوقفة وليس لها عنوان
٢٧	معامل الشهباء للمغازل والمناسج م.م	١٩٤٩	حلب	٦٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	مؤممة
٢٨	شركة الكهرباء والصناعة في أريحا م.م	١٩٤٩	اريحا	١٣٠٠٠٠	١٣٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	حلت عام ١٩٥٧
٢٩	الشركة التجارية الزراعية في سراقب م.م	١٩٤٩	سراقب	٢٧٠٠٠	٣٠٠	٥٠٢٥٠	٣٣٥	صفيت ١٩٥٢
٣٠	شركة الكهرباء والصناعة في ادلب م.م	١٩٤٩	ادلب	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	٤٦٠٠٠٠	٤٦٠٠	مؤممة
٣١	شركة الشوكلاته العربية	١٩٤٩	دمشق	٢٥٠٠٠٠	٢٥٠٠	٤٣٠٠٠٠	٤٣٠٠	صفيت ١٩٦٣
٣٢	شركة مرفأ اللاذقية	١٩٥٠	اللاذقية	٢٤٠٠٠٠٠	٢٤٠٠٠	٥٤٠٠٠٠٠	٥٤٠٠٠	مؤممة
٣٣	شركة إنشاءات حمص الجديدة م.م	١٩٥٠	حمص	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	صفيت ١٩٧٩
٣٤	شركة كهرباء محردة	١٩٥٠	محردة	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	مؤممة
٣٥	شركة الصناعات الميكانيكية	١٩٥٠	دمشق	٧٩١٨٠٠	٧٩١٨	٧٩١٨٠٠	٧٩١٨	صفيت ١٩٥٥
٣٦	شركة الكهرباء والصناعة	١٩٥٠	البوكمال	١٤٠٠٠٠	٣٥٠٠	١٩٠٠٠٠	٤٧٥٠	مؤممة
٣٧	شركة الكهرباء والصناعة في خان شيخون	١٩٥٠	خان شيخون	١٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	١٦٠٠٠٠	٣٢٠٠	صفيت ١٩٥٨
٣٨	شركة الإتحاد الزراعي	١٩٥٠	حلب	٥٠٠٠٠	٤٠٠	١٢٥٠٠٠	١٠٠٠	صفيت بقرار محكمة ١٩٥٣
٣٩	شركة توفي التجارية	١٩٥١	حلب	٩٠٠٠٠	١٨٠٠	٩٠٠٠٠	١٨٠٠	صفيت ١٩٥٧
٤٠	شركة الأقطان والزيوت	١٩٥١	حلب	١٢٥٠٠٠٠	١٢٥٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	مؤممة

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
٤١	شركة المحالج والمكابس للأقطان السورية	١٩٥١	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	متوقفة عن العمل
٤٢	الشركة السورية لصناعة أحذية المطاط	١٩٥١	دمشق	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	٢٥٢٠٠٠	٢٥٢٠	مؤممة
٤٣	الشركة السورية لتكرير وتوزيع النفط	١٩٥١	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	مؤممة
٤٤	الشركة السورية للكونسروة الحديثة	١٩٥٢	دمشق	٣٢٤٠٠٠	٦٤٨٠	٦٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	مؤممة
٤٥	شركة الكونتوار الزراعية للشرق	١٩٥٢	دمشق	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠	٥٥٠٠٠٠	١١٠٠٠	صفيت ١٩٧٠
٤٦	شركة التجارة العربية	١٩٥٢	دمشق	٦١٠٠٠	٦١٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	متوقفة
٤٧	شركة وكالات الشرق الأدنى م.م	١٩٥٢	دمشق	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	انحلت عام ١٩٦٣
٤٨	شركة بردى للتجارة والهندسة	١٩٥٢	دمشق	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	صفيت ١٩٦١
٤٩	الشركة الأمريكية الشرقية للشحن والتوزيع	١٩٥٢	دمشق	٢١٠٠٠٠	٢١٠٠	٢١٠٠٠٠	٢١٠٠	صفيت ١٩٥٢
٥٠	الشركة الوطنية للتوزيع المتحدة	١٩٥٢	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	صفيت ١٩٦٣
٥١	الشركة التجارية المساهمة المغفلة	١٩٥٢	دمشق	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	صفيت ١٩٦٧
٥٢	الشركة الصناعية الهندسية	١٩٥٢	حلب	٦٠٠٠٠٠	١٢٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	صفيت ١٩٦١
٥٣	شركة موارد الشرق الأدنى	١٩٥٢	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٤٠٠٠٠	١٤٠٠	مستولى عليها مؤممة
٥٤	شركة مركوري السورية للتجارة والصناعة	١٩٥٢	دمشق	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠	مؤممة
٥٥	شركة التجارة والتعهدات	١٩٥٢	دمشق	١٥٠٠٠٠	٥٠٠٠	٤٥٠٠٠٠	١٥٠٠	محالة للنيابة
٥٦	شركة المشرق للسيارات	١٩٥٢	دمشق	٢٠٠٠٠٠	٤٠٠	٢٠٠٠٠٠	٤٠٠	صفيت ١٩٦٢
٥٧	شركة النبك للتجارة	١٩٥٢	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	مؤممة
٥٨	الشركة العربية للبترول والوكالات	١٩٥٢	دمشق	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	مؤممة
٥٩	الشركة السورية لوكالات السيارات والتوزيع	١٩٥٢	دمشق	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	وضعت تحت التصفية عام ١٩٥٨
٦٠	شركة المواد الزراعية	١٩٥٢	دمشق	٥٠٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	حلت عام ١٩٦١

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
٦١	شركة الازدهار الاقتصادي بين القارات	١٩٥٢	دمشق	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠	حلت عام ١٩٥٨
٦٢	شركة الضمان السورية	١٩٥٢	دمشق	٧٥٠٠٠٠	١٥٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	مؤممة
٦٣	شركة الميادين للكهرباء والمشاريع العمومية	١٩٥٣	الميادين	١٦٠٠٠٠	٨٠٠٠	٢٤٠٠٠٠	١٢٠٠	مؤممة
٦٤	الشركة الوطنية للترانزيت	١٩٥٣	اللاذقية	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	حلت عام ١٩٥٦
٦٥	السورية لصناعة المعادن الخفيفة والتجارة	١٩٥٣	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	مؤممة
٦٦	الشركة الأمريكية الشرقية للشحن والتوزيع	١٩٥٣	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	حلت عام ١٩٦٢
٦٧	شركة المشاريع الصناعية للأقمشة والخيوط	١٩٥٣	حلب	١٢٠٠٠٠٠	٢٤٠٠	١٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	مؤممة
٦٨	شركة الشرق للألبسة الداخلية الحديثة	١٩٥٣	دمشق	٣٢٠٠٠	٦٤٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	مؤممة
٦٩	شركة المتوسط التجارية	١٩٥٣	دمشق	٥٠٠٠٠	١٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠	متوقفة
٧٠	الشركة السورية للائتمان البحري	١٩٥٣	اللاذقية	٦٠٠٠٠	٦٠٠	١٢٠٠٠٠	١٢٠٠	ليس هناك معلومات
٧١	شركة بنك اللاذقية	١٩٥٣	اللاذقية	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	مؤممة
٧٢	الشركة الشرقية للتجارة والصناعة	١٩٥٣	دمشق	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	٢٥٠٠٠٠	٥٠٠	حلت عام ١٩٦١
٧٣	شركة المحروقات السورية	١٩٥٣	دمشق	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	مؤممة
٧٤	الشركة المساهمة لتجارة البترول	١٩٥٣	دمشق	٥١٠٠٠٠	٥١٠٠	٥١٠٠٠٠	٥١٠٠	حلت عام ١٩٦٠
٧٥	مؤسسة كهرباء مشق للتنوير والنقل المشترك	١٩٥٤	دمشق					مؤممة لم يسجل عنهاشي
٧٦	شركة القصير للكهرباء والمشاريع العمومية	١٩٥٤	القصير	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	١٧٠٠٠٠	١٧٠٠	مؤممة
٧٧	شركة دير عطية للكهرباء والمشاريع العمومية	١٩٥٤	دير عطية	١٤٠٠٠٠	٢٨٠٠	١٤٠٠٠٠	٢٨٠٠	مؤممة
٧٨	مؤسسة كهرباء وحافلات حلب	١٩٥٤	حلب					مؤممة بدون معلومات
٧٩	الشركة الألمانية الشرقية للتجارة والوكالات	١٩٥٤	دمشق	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	صفيت ١٩٧٣
٨٠	شركة نجيب باقي	١٩٥٤	دمشق	١٢٥٠٠٠٠	٢٥٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
٨١	الشركة السورية لتوزيع الآلات الزراعية	١٩٥٤	حلب	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	متوقفة
٨٢	الشركة السورية لتوزيع المحركات	١٩٥٤	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	متوقفة
٨٣	شركة الزيوت الوطنية	١٩٥٤	دمشق	٦٠٠٠٠٠	١٢٠٠	١٢٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	مؤممة
٨٤	النادي العائلي الجديد	١٩٥٤	دمشق	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	متوقف
٨٥	التجارية للصناعة والتجارة	١٩٥٤	دمشق	٢١٠٠٠٠	٤٢٠٠	٢١٠٠٠٠	٤٢٠٠	صفيت
٨٦	شركة المصارف المتحدة	١٩٥٤	دمشق	٤٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	مؤممة
٨٧	شركة حلب لصنع الغازات السائلة ومواد اللحام ومشتقاتها	١٩٥٤	حلب	٢٥٠٠٠٠	١٠٠٠	٣٠٠٠٠٠	١٢٠٠	مؤممة
٨٨	شركة السيارات والهندسة	١٩٥٤	دمشق	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	متوقفة
٨٩	شركة البيرة السورية	١٩٥٤	حلب	١٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠	مؤممة
٩٠	الشركة الأهلية للغزل والنسيج	١٩٥٤	حلب	٤٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	مؤممة
٩١	الشركة الوطنية للوكالات والتجارة	١٩٥٤	دمشق	١٤٤٠٠٠	١٤٤٠	٥٧٦٠٠٠	٥٧٦٠	حلت وبيعت لأحد المساهمين ١٩٧٥
٩٢	عبر الشرق للوكالات والترانزيت	١٩٥٤	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	ليس هناك معلومات عن نشاطها
٩٣	الشركة السورية للمعادن ومواد البناء	١٩٥٤	اللاذقية	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	حلت عام ١٩٦٢
٩٤	الشركة العامة للتجارة	١٩٥٤	دمشق	٤٥٠٠٠٠	٤٥٠٠	٤٥٠٠٠٠	٤٥٠٠	بدون معلومات
٩٥	الشركة العربية المتحدة للصناعة	١٩٥٤	دمشق	٧٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
٩٦	الشركة السورية لتوزيع المنتجات الصناعية	١٩٥٤	دمشق	٢٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	متوقفة
٩٧	الشركة السورية للتجارة والمواد الطبية	١٩٥٤	دمشق	١٢٥٠٠٠	٢٥٠	٢٠٠٠٠٠	٤٠٠	مؤممة
٩٨	شركة حول العالم للوكالات والترانزيت والتجارة	١٩٥٥	دمشق	٦٠٠٠٠	٦٠٠	٦٠٠٠٠	٦٠٠	حلت عام ١٩٦١
٩٩	الشركة العربية لصناعة الأخشاب	١٩٥٥	اللاذقية	٧٥٠٠٠٠	١٥٠٠	٦٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	مؤممة
١٠٠	شركة السلمية للمشاريع الإنشائية	١٩٥٥	السلمية	٢٥٠٠٠٠	١٢٥٠٠	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
١٠١	المصرف العقاري التجاري	١٩٥٥	حلب	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	حلت عام ١٩٦٠
١٠٢	شركة الفلاح للآلات الزراعية	١٩٥٥	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	حلت عام ١٩٦٣
١٠٣	الشركة العامة للبترول	١٩٥٦	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	مؤممة
١٠٤	شركة الوكالات البحرية العربية	١٩٥٦	حلب	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	مؤممة
١٠٥	بنك البير حمصي	١٩٥٦	حلب	٢٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	٣٥٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	مؤمم
١٠٦	شركة ديزل الغوطة التجارية للاستيراد والتصدير	١٩٥٦	دمشق	٩٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	٩٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	صفيت ١٩٦٣
١٠٧	الشركة السورية لاستخراج السكر وتكريره	١٩٥٦	دمشق	٦٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	مؤممة
١٠٨	شركة معامل سامي صايم الدهر للغزل والنسيج	١٩٥٦	حلب	٣٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	مؤممة
١٠٩	شركة أمبريال للقمصان الداخلية المساهمة	١٩٥٦	دمشق	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٧٥٠٠٠٠	١٥٠٠	مؤممة
١١٠	شركة الشرق العربية للتجارة والبناء	١٩٥٧	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	حلت عام ١٩٧٧
١١١	شركة محمد عزة جلاد وأولاده للتجارة والوكالات	١٩٥٧	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	حلت عام ١٩٦٧
١١٢	شركة التوزيع العربية	١٩٥٧	دمشق	١٢٠٠٠٠	٣٠٠	١٢٠٠٠٠	٣٠٠	حلت عام ١٩٦٢
١١٣	شركة التعبئة والتغليف العربية	١٩٥٥	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	صفيت ١٩٦٢
١١٤	الشركة الأهلية للاسمنت	١٩٥٦	حلب	٧٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٧٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	مؤممة
١١٥	شركة خليل فتال وأولاده التجارية	١٩٥٦	دمشق	٢١٠٠٠٠٠	٤٢٠٠	٢١٠٠٠٠٠	٤٢٠٠	مؤممة
١١٦	شركة كاتوني للتجارة والنقليات	١٩٥٦	حلب	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	٣٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	
١١٧	شركة قارة للكهرباء والمشاريع العمومية	١٩٥٦	قارة	١٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠٠	مؤممة
١١٨	شركة القريتين للكهرباء والمشاريع العمومية	١٩٥٦	القريتين	١٢٥٠٠٠	٢٥٠٠	١٢٥٠٠٠	٢٥٠٠	مؤممة
١١٩	الشركة السورية لصنع الاسمنت ومواد البناء	١٩٥٦	حمص	٧٥٠٠٠٠٠	٧٥٠٠٠	٧٥٠٠٠٠٠	٧٥٠٠٠	مؤممة
١٢٠	الشركة السورية للتجارة العالمية	١٩٥٦	حلب	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	حلت عام ١٩٦٠

جدول رقم ٢، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة المنشأة في سورية منذ الاستقلال بموجب قانون التجارة السوري

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
١٢١	شركة إنماء الاقتصاد الشرقي	١٩٥٦	دمشق	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	شركة مصادرة جزائياً وموضوعة تحت التصفية
١٢٢	الشركة السورية لتصدير الأقطان	١٩٥٦	حلب	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	حلت عام ١٩٦٠
١٢٣	شركة صابون الأحداث	١٩٥٧	حمص	٣٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠٠٠٠	٣٠٠٠	حلت عام ١٩٦١
١٢٤	شركة دماس للتجارة والاستيراد	١٩٥٧	دمشق	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	مؤممة
١٢٥	الشركة العامة لوكالات التأمين	١٩٥٧	دمشق	٨٠٠٠٠٠	١٦٠٠	٨٠٠٠٠٠	١٦٠٠	بيعت ١٩٥٨
١٢٦	شركة الإسمنت ومواد البناء	١٩٥٦	حماة	٨٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	مؤممة
١٢٧	الشركة السورية لوكالات الملاحة والنقل	١٩٥٣	حلب	٧٥٠٠٠	٧٥٠	٧٥٠٠٠	٧٥٠	
١٢٨	العربية الألمانية للكيماويات والزراعية	١٩٥٦	حلب	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	١٠٠٠٠٠	٢٠٠	
١٢٩	شركة مال القبان للاستيراد والتصدير	١٩٤٦	حمص	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠	
١٣٠	قاسيون للتجارة والميكانيك	١٩٥٥	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	حلت عام ١٩٧٦
١٣١	الرصافة للاستيراد والتصدير	١٩٥٥	حلب	٦٠٠٠٠	٦٠٠	٦٠٠٠٠	٦٠٠	حلت عام ١٩٥٨
١٣٢	السلمية للمشاريع الإنشائية	١٩٥٥	حماة	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	
١٣٣	الكرنك للنقل والسياحة	١٩٥٤	دمشق	٩٠٠٠٠٠٠	١٨٠٠٠٠	٩٠٠٠٠٠٠	١٨٠٠٠٠	

جدول رقم ٣، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة التي أسست خلال فترة الوحدة بين ١٩٥٨ - ١٩٦١

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
١	شركة خليل سارة وأولاده للتجارة	١٩٥٨	دمشق	٨٠٠٠٠٠	١٦٠٠	٨٠٠٠٠٠	١٦٠٠	
٢	شركة صالح الشامي التجارية	١٩٥٨	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	حلت عام ١٩٦٩
٣	شركة النسر للصناعة والتجارة	١٩٥٨	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	
٤	شركة الوكالات العامة	١٩٥٨	دمشق	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	
٥	الشركة التجارية الزراعية	١٩٥٨	طرطوس	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠	٣٠٠٠٠٠	٦٠٠	صفيت ١٩٦١
٦	شركة المصرف الصناعي الإقليم السوري	١٩٥٨	دمشق	١٢٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	١٢٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	مؤمم
٧	شركة بنك العالم العربي	١٩٥٨	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	مؤمم
٨	شركة الصناعات الحديثة	١٩٥٩	دمشق	٤٨٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	٧٢٠٠٠٠٠	١٨٠٠٠٠	مؤممة
٩	الشركة العربية لتجارة وحلج وتصدير الأقطان	١٩٥٩	حلب	٣٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	حلت عام ١٩٦٤
١٠	الشركة العربية لصناعة الصابون والمنظفات الكيميائية	١٩٥٩	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
١١	شركة الألبان المبسترة	١٩٥٩	دمشق	٦٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
١٢	شركة صنع السجاد	١٩٥٩	دمشق	١١٠٠٠٠٠	١١٠٠٠	٧٢٠٠٠٠٠	٢٤٠٠٠	مؤممة
١٣	شركة التقطير العربية	١٩٥٩	دمشق	٣٥٠٠٠٠	٧٠٠	٣٥٠٠٠٠	٧٠٠	حلت عام ١٩٦٦
١٤	الشركة العربية المتحدة للكبريت	١٩٥٩	دمشق	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٢٤٧٥٠٠٠	٤٩٥٠٠	مؤممة
١٥	الشركة الوطنية للتعهدات	١٩٥٩	دمشق	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	تحت التصفية ١٩٦٢
١٦	شركة استثمار الفنادق	١٩٥٩	المطار	٣٦٠٠٠٠	٧٢٠	٣٦٠٠٠٠	٧٢٠	
١٧	شركة الاستيراد والتصدير	١٩٦١	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة(المؤسسة العامة الاقتصادية)
١٨	شركة عبد الوهاب القنواتي للمستحضرات الطبية	١٩٥٩	دمشق	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	
١٩	الشركة المتحدة للسينما	١٩٥٩	دمشق	١٢٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	حلت عام ١٩٦٠
٢٠	الشركة العربية للصيرفة	١٩٦١	دمشق	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	حلت عام ١٩٦١
٢١	الشركة المتحدة لصناعة الأصواف	١٩٥٩	دمشق	٤٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	مؤممة
٢٢	الشركة العربية للأدوية والمواد الكيميائية	١٩٥٩	حلب	٧٢٠٠٠٠	١٢٠٠	٧٢٠٠٠٠	١٢٠٠	صفيت ١٩٦٦

جدول رقم ٣، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة التي أسست خلال فترة الوحدة بين ١٩٥٨ - ١٩٦١

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
٢٣	الشركة العربية للأسفلت والزيت	١٩٥٩	اللاذقية	٨٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	٨٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	حلت عام ١٩٦٤
٢٤	الشركة العربية لمواد التجميل	١٩٥٩	دمشق	٥٤٠٠٠	١٨٠٠	٥٤٠٠٠	١٨٠٠	حلت عام ١٩٦٢
٢٥	شركة التوريدات الفنية والتجارة	١٩٥٩	حلب	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	حلت وبيعت ١٩٧٠
٢٦	الشركة الصناعية للألبان والتبريد ومشتقاتها	١٩٥٨	حمص	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
٢٧	الشركة الصناعية للأصواف	١٩٥٩	دمشق	٢١٢٥٠٠٠	٢١٢٥٠	٤٢٥٠٠٠٠	٤٢٥٠٠	صفيت ١٩٦٢
٢٨	شركة وكالات النقل البحري والجوي العربية	١٩٦٠	دمشق	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠٠٠	١٠٠٠	متوقفة
٢٩	شركة حمص للغزل والنسيج	١٩٥٩	حمص	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	مؤممة
٣٠	شركة توزيع المصنوعات العربية	١٩٦٠	دمشق	٥٠١٠٠٠	٥٠١٠	٥٠١٠٠٠	٥٠١٠	صفيت ١٩٦٢
٣١	الشركة المتحدة للهندسة والمقاولات	١٩٦٠	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠	صفيت ١٩٦٢
٣٢	بنك الشرق العربي	١٩٦٠	دمشق	٣٣٠٠٠٠٠	٣٣٠٠٠	٣٣٠٠٠٠٠	٣٣٠٠٠	مؤمم
٣٣	شركة تعهدات النقل البحري	١٩٥٩	حلب	١٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	١٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	صفيت ١٩٦٨
٣٤	شركة الغزل والنسيج	١٩٦٠	حماة	٩٠٠٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	٩٠٠٠٠٠٠	٩٠٠٠٠	صفيت ١٩٦٣
٣٥	شركة الكابلات العربية	١٩٦٠	دمشق	٢٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	مؤممة
٣٦	الشركة الشعبية للبترول	١٩٦٠	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	صفيت ١٩٦٢
٣٧	الشركة الطبية العربية	١٩٦٠	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
٣٨	الشركة السورية لحياكة القمصان	١٩٦٠	دمشق	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	مؤممة
٣٩	شركة الصناعات التحويلية	١٩٦٠	دمشق	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	مؤممة
٤٠	الشركة العربية للتعهدات العامة والهندسة	١٩٦٠	حلب	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	صفيت ١٩٦٥
٤١	شركة أجهزة الكهرباء والإنارة	١٩٦٠	حلب	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	تقرر تصفيتها ١٩٦٢
٤٢	شركة صنع الحديد الصب "الفونت"	١٩٦٠	حمص	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	صفيت ١٩٦٤
٤٣	الشركة العربية للخزف	١٩٦٠	دمشق	٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
٤٤	الشركة الوطنية للمصابغ المتحدة	١٩٦٠	حمص	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	ليس هناك معلومات عنها

جدول رقم ٣، جدول بأسماء الشركات المساهمة المغفلة التي أسست خلال فترة الوحدة بين ١٩٥٨ - ١٩٦١

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	رأس المال عند التأسيس	عدد الأسهم عند التأسيس	رأس المال المعدل	عدد الأسهم المعدلة	ملاحظات
٤٥	شركة الخشب المضغوط	١٩٦٠	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
٤٦	شركة صناعة الادوات المنزلية	١٩٦١	دمشق	٢٠٠٠٠٠	٤٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	مؤممة
٤٧	شركة حسن حلباوي	١٩٥٩	دمشق	٣٥٠٠٠٠	٧٠٠	٣٥٠٠٠٠	٧٠٠	حلت عام ١٩٦٤
٤٨	شركة الحبوب الوطنية	١٩٦١	ديرالزور	٢١٥٠٠٠٠	٨٦٠٠٠	٢١٥٠٠٠٠	٨٦٠٠٠	صفيت ١٩٦٤
٤٩	الشركة الصناعية لخيوط النايلون	١٩٦١	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	مؤممة
٥٠	شركة السياحة والنقل والوكالات	١٩٦١	دمشق	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	متوقفة
٥١	الشركة العربية للنقليات	١٩٦١	دمشق	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	صفيت ١٩٧٦
٥٢	الشركة الوطنية لصناعة وتجهيز الاعلاف	١٩٦١	دمشق	٢٥٠٠٠٠	٥٠٠	٢٥٠٠٠٠	٥٠٠	متوقفة
٥٣	الشركة الأهلية للمطاط	١٩٦١	دمشق	١٢٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠	مؤممة
٥٤	الشركة الشرقية لصناعة مستحضرات التجميل	١٩٦١	حمص	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠	صفيت ١٩٦٢
٥٥	الشركة العربية للصيرفة	١٩٦١	دمشق	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠	صفيت ١٩٦١
٥٦	شركة الفيحاء للمنسوجات الصوفية	١٩٦١	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	صفيت ١٩٦٦
٥٧	مصرف الوحدة العربية	١٩٦١	دمشق	٤٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	مؤمم
٥٨	الشركة الحديثة للتبريد	١٩٦١	دمشق	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	مؤممة

(المصدر: وزارة التموين والتجارة الداخلية).

جدول رقم ٤ بأسماء الشركات المساهمة المحدثة على المرسوم ١٠ لعام ١٩٨٦ (قطاع مشترك)

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	راس المال عند التأسيس	عدد الاسهم عند التأسيس	ملاحظات
١	العربية السورية لتنمية المنتجات الزراعية (غدق)	١٩٨٦	دمشق	٤٤٠٠٠٠٠٠٠	٨٨٠٠٠٠	
٢	بركة للإنتاج النباتي والحيواني	١٩٨٦	دمشق	١٧٠٠٠٠٠٠٠	٣٤٠٠٠٠	
٣	سنابل للإنتاج النباتي والحيواني	١٩٨٦	دمشق	٢٥٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠	
٤	الهندسة الزراعية للاستثمارات (نماء)	١٩٨٦	دمشق	٢٠٠٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠	
٥	الشام الزراعية	١٩٨٦		٦٠٠٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	
٦	القلمون للاستثمار النباتي والحيواني	١٩٨٦	دمشق	١٠٠٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	
٧	الربيع للاستثمار النباتي والحيواني	١٩٨٦	دمشق	٢٠٠٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	تقرر دمجها مع نماء
٨	السورية الليبية للاستثمارات الزراعية	١٩٨٦	دمشق	٢٠٠٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠	رأسمالها بالدولار
٩	شركة الرواد للتنمية الزراعية	١٩٨٦		٣٠٠٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	
١٠	شركة النور للتنمية الزراعية	١٩٨٦		٦٠٠٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	
					٣٠٥٠٠٠٠	سهم

المصدر: وزارة التموين ١٩٩٦.

جدول رقم ٥، بأسماء الشركات المساهمة والمحدثة بموجب القرار ١٨٦ لعام ١٩٨٥ (المجلس السياحي الأعلى).

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	راس المال عند التأسيس	عدد الاسهم عند التاسيس	ملاحظات
١	السيدة زينب للسياحة والزيارة	١٩٨٩	دمشق	٥٠٠،٠٠٠،٠٠ ٠	١،٠٠٠،٠٠٠	
٢	الشرق للسياحة والنقل	١٩٩٠	دمشق	١٢٠،٠٠٠،٠٠ ٠	٦٠٠،٠٠٠	
٣	عمريت للإدارة الفندقية والخدمات السياحية	١٩٩١	دمشق	١٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٠،٠٠٠	
٤	عمريت للاستثمار والتطوير السياحي	١٩٨٨	دمشق	٤٧٠،٠٠٠،٠٠ ٠	٢،٣٥٠،٠٠٠	
٥	مشتى الحلو للمنتجعات السياحية	١٩٩٠	دمشق	٢٠،٠٠٠،٠٠٠	١٠٠،٠٠٠	
٦	دلتا للفنادق (مغلق)	١٩٩٦	حمص	١٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٠،٠٠٠	لايزال وضعها معلّق
٧	الكرنك للنقل والسياحة	١٩٥٢	دمشق	٩٠،٠٠٠،٠٠٠	١٨٠،٠٠٠	تم وضعها هنا على اعتبار أنها قطاع مشترك
٨	السورية الغربية للفنادق والسياحة	١٩٧٨	دمشق	٢٢٠،٠٠٠،٠٠ ٠	٤٤٠،٠٠٠	
٩	السورية للنقل والتسويق السياحي	١٩٧٨	دمشق	٢٠٠،٠٠٠،٠٠ ٠	٨٠٠،٠٠٠	
١٠	العربية السورية للمنشآت السياحية	١٩٧٧	دمشق	٥٠٠،٠٠٠،٠٠ ٠	١٠،٠٠٠،٠٠ ٠	
					١٥،٥١٠،٠٠ ٠	سهم

(المصدر: وزارة التموين والتجارة الداخلية ١٩٩٦).

جدول رقم ٦، بأسماء الشركات المساهمة المغفلة والمحدثة على القانون ١٠ لعام ١٩٩١.

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	راس المال عند التأسيس	عدد الاسهم عند التأسيس	ملاحظات
١	شركة الكيماويات الصناعية	١٩٩١	دمشق	٣٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٦٠٠،٠٠٠	
٢	شركة ابن زهر للصناعات الصيدلانية	١٩٩١	ر.دمشق	٣٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٦٠٠،٠٠٠	
٣	الربوة للنقل والتسويق السياحي	١٩٩١	دمشق	٩٤،٠٠٠،٠٠٠	١٨٨،٠٠٠	
٤	الرشيد للحواسب	١٩٩٢	ر.دمشق	٣٢٥،٠٠٠،٠٠٠	٦٥٠،٠٠٠	
٥	داريوس للنقل	١٩٩٢	دمشق	٤٣٠،٠٠٠،٠٠٠	٨٦٠،٠٠٠	
٦	غدير لحفر الآبار	١٩٩٢	ر.دمشق	٥٨،٠٠٠،٠٠٠	١١٦،٠٠٠	
٧	الشام للنقل البحري	١٩٩٣	دمشق	٨٠٤،٠٠٠،٠٠٠	١،٦٠٨،٠٠٠	
٨	بردى للأدوية والصناعات الصيدلانية	١٩٩٣	دمشق	١،٠٠٠,٠٠٠،٠٠٠	٢،٠٠٠،٠٠٠	
٩	السورية الفنلندية للألبان	١٩٩٣	دمشق	١٥٦،٥٦١،٠٠٠	٣١٣،١٢٢	
١٠	المتحدة الكويتية للاستثمار القابض	١٩٩٤	دمشق	٢٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٠،٠٠٠	رأس المال بالدولار
١١	الريم للمنتجات البلاستيكية	١٩٩٥	ر.دمشق	١١٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٢٠،٠٠٠	
١٢	الريف الوطنية	١٩٩١	ر.دمشق	٥٢٢،٠٠٠،٠٠٠	٤٣،١٠٤	
١٣	نستله السورية	١٩٩٤	ر.دمشق	٤٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٨٠٠،٠٠٠	
١٤	التقنية للمعادة	١٩٩٤	ر.دمشق	٣٠،٠٠٠،٠٠٠	٦٠،٠٠٠	
١٥	المتوسط للحمضيات	١٩٩١	طرطوس	٤٥،٠٠٠،٠٠٠	٩٠،٠٠٠	
١٦	الأهلية للنقل	١٩٩١	حماة	٢٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٤٠٠،٠٠٠	
١٧	الأهلية للزيوت	١٩٩٥	حماة	١،٥٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٣٠٠،٠٠٠	
١٨	عصير الجبل الطبيعي	١٩٩٣	السويداء	٤٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٨٠٠،٠٠٠	
١٩	عصير الشام	١٩٩٤	حلب	١٨٠،٠٠٠،٠٠٠	٣٦٠،٠٠٠	ستصبح جزء من منشأة أنس
٢٠	السورية السعودية لتربية الأسماك	١٩٩٣	اللاذقية	٢٣٠،٠٠٠،٠٠٠	٤٦٠،٠٠٠	
٢١	العربية لصنع المنتجات الورقية	١٩٩٤	حلب	١٣٦،٠٧٠،٥٠٠	٢٧٦،١٥٥	
٢٢	الوطنية لصناعة وهدرجة الزيوت النباتية	١٩٩٤		٢٠،٠٠٠،٠٠٠	٤٠٠،٠٠٠	
٢٣	البحر المتوسط للنقل	١٩٩٥	دمشق	٤٣،٠٠٠،٠٠٠	٨٦،٠٠٠	
٢٤	العربية الاسبانية لتصنيع الزيوت	١٩٩٦	حلب	١٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٠٠،٠٠٠	
٢٥	السورية اللبنانية للمنتجات الغذائية	١٩٩٦	حمص	٧٤،٣١٤،٠٠٠	١٤٨،٦٢٨	
٢٦	الشرق للزجاج	١٩٩٦	حلب	٢،٥٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٥،٠٠٠،٠٠٠	
٢٧	العربية لتصنيع معدات الري المتطورة	١٩٩٦	دمشق	١٩٠،٠٠٠،٠٠٠	٣٨٠،٠٠٠	
					١٩،٦٧٠،٠٠٩	سهم

(المصدر: وزارة التموين والتجارة الداخلية)

جدول رقم٧، بأسماء الشركات المساهمة المحدثة على قانون التجارة ١٤٩ والمرسوم ١٠٣

م	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	مكان التأسيس	راس المال عند التأسيس	عدد الاسهم عند التأسيس	ملاحظات
١	شركة كسب للتبريد	١٩٧٣	اللاذقية	٢٢٠،٠٠٠	٢،٢٠٠	قانون التجارة أكتتاب عام
٢	شركة الفرات للجرارات	١٩٧٤	حلب	١٥٠،٠٠٠،٠٠٠	٣٠٠،٠٠٠	بموجب المرسوم ١٢ مغلقة
٣	شركة الصناعات الصيدلانية	١٩٨٤	دمشق	٢٠٠،٠٠٠	٢٠٠	قانون ٩ مغلقة
٤	شركة سيراميك الريف	١٩٩٣	ر.دمشق	١٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٠٠،٠٠٠	على المرسوم ١٠٣ مغلقة
٥	شركة بلنسيه للصناعة والتجارة	١٩٩٦	حلب	١٥٧،١٥٠،٥٠٠	٣،١٤٣،١٢١	قانون التجارة (من أموال جامعي الأموال)
٦	شركة الشمال لصناعة وتجارة المنسوجات	١٩٩٦	حلب	٤٧،٥٥٦،٥٠٠	٩٥،١١٣	قانون التجارة (من أموال جامعي الأموال)
٧	الشركة العامة للمراقبة والفحص	١٩٩٠	دمشق	٦،٠٠٠،٠٠٠	١٢،٠٠٠	قانون التجارة
٨	ماس للتسويق	١٩٩٦	ر.دمشق	١٠،٠٠٠،٠٠٠	٢٠،٠٠٠	قانون التجارة
٩	التجارية السورية للاستيراد والتصدير		دمشق	٩٠٠،٠٠٠	١،٨٠٠	مغلقة
١	التجارة والتعهدات		دمشق	٤٥٠،٠٠٠	١٥،٠٠٠	مغلقة
١	الآليات والكهرباء والأدوات الزراعية		دمشق	٢،٢٥٠،٠٠٠	٢٢،٥٠٠	مغلقة
١	التجارة للاستيراد والتصدير (أمبكس)		دمشق	٥٠٠،٠٠٠	٢،٠٠٠	تحت التصفية
١	معدات سورية		دمشق	١،٢٠٠،٠٠٠	٢،٤٠٠	مغلقة
١	الشركة العامة للمراقبة والفحص		دمشق	٦،٠٠٠،٠٠٠	١٢،٠٠٠	مغلقة
١	المقاولات والمشاريع الهندسية		دمشق	٥،٠٠٠،٠٠٠	١٠،٠٠٠	مغلقة
١	الأراضي السعيدة	١٩٩٥	ر.دمشق	٤٢٠،٠٠٠،٠٠٠	٨٤٠،٠٠٠	
١	الليلك للاستثمار السياحي	١٩٩٥	ر.دمشق	٢٠٠،٠٠٠،٠٠٠	٤٠٠،٠٠٠	
١	التجارية للصناعة والتبريد		حماة	٤٣٥،٦٠٠	٢،٩٠٤	اكتتاب عام
					٥،٠٢١،٢٣٨	

(المصدر: وزارة التموين والتجارة الداخلية)

الشركة العربية السورية لتنمية المنتجات الزراعية
(غـدق)

الميزانية العمومية كما هي في ١٩٩٤/١٢/٣١

الموجـودات

أسماء الحسابات	المبالغ الجزئية ل.س	ق	المبالغ الاجمالية ل.س	ق
الموجودات الثابتة			٥٤٩ ٨٨٣ ٨٩٣	٨٤
الأراضي الزراعية	٣٧٩ ٤٥٧ ٤٧٥	٢٧		
الآبار وشبكات الري	١٥ ٩٨٥ ٥١٦	٦٣		
المباني والمنشآت	٧١ ٠١١ ٧٦٤	٨٥		
الآليات والتجهيزات والمعدات	٤٥ ٤٢٧ ٥٥٠	٧٦		
الأثاث والتجهيزات المكتبية	٣ ١٩٤ ٤٧٠	٤٠		
الثروة الحيوانية	١٧ ٣٠٩ ٠٧٢	-		
المشاريع قيد التنفيذ	١٧ ٤٩٨ ٠٤٣	٩٣		
الموجودات المتداولة			٣٠٨ ٥١٩ ٦٧٧	٨٩
المستودعات	٨ ٣٥٢ ٣٧٧	٨٧		
استثمارات لدى شركات محلية	٢٧ ٧٣١ ٩٩٠	-		
ح/جاري مجمع غدق للصناعات الزراعية	١٨٥ ٧٨٢ ٧٢٢	٣٣		
الحسابات المدينة	٧١ ٣٩٥ ١٥١	٩٦		
الاعتمادات المستندية والطلبيات	١٥ ٢٥٧ ٤٣٥	٧٣		
الموجودات الأخرى			٦٢ ٦٣٨ ٦٨٨	٣٦
النقد في المصارف والصندوق	٧ ٠٥٠ ٧٥٧	٧٥		
نفقات التأسيس	٥ ١١١ ٨١٥	٤١		
التأمينات المدفوعة	٢٢ ٣٧٠ ٤٧٤	٥٢		
الحسابات الانتقالية المدينة	٢٨ ١٠٥ ٦٤٠	٦٨		
المجمـوع			٩٢١ ٠٤٢ ٢٦٠	٠٩
الحسابات النظامية				
اسهم تأمين عضوية مجلس الادارة			٣ ٠٠٠ ٠٠٠	-

المطاليـب

أسماء الحسابات	المبالغ الجزئية ل.س	ق	المبالغ الاجمالية ل.س	ق
الأموال الخاصة			٧٥٧ ٠١٩ ٩٣٩	٢٧
رأس المال (٨٨٠٠٠٠سهم*٥٠٠ل.س)	٤٤٠ ٠٠٠ ٠٠٠	-		
علاوة الاصدار (٨٨٠٠٠٠سهم*١٥٠ل.س)	١٣٢ ٠٠٠ ٠٠٠	-		
احتياطي اعادة التقدير	١٢٣ ٣٢٥ ٣٤٩	٦٣		
احتياطي الاستهلاك	٣٢ ٧٨٧ ٥٦٢	٠١		
الاحتياطي الاجباري	٤ ٤٥٢ ٤٨٩	٤٧		
مؤونات مختلفة	٧ ٥٧٦ ٤٤٦	٨٠		
ارباح الدورة المالية ١٩٩٤	١٦ ٨٧٨ ٠٩١	٣٦		
المطاليب المتداولة			١٥٤ ٦٣٣ ٩٧٩	٨٥
المصارف الدائنة	٥٤ ٤٨٤ ٧٩٨	٣٨		
قروض قصيرة الأجل	٥ ٨١٥ ٣٧٥	-		
حسابات دائنة مختلفة	٩٤ ٣٣٣ ٨٠٦	٤٧		
المطاليب الأخرى				
الحسابات الانتقالية الدائنة	٩ ٣٨٨ ٣٤٠	٩٧	٩ ٣٨٨ ٣٤٠	٩٧
المجمـوع			٩٢١ ٠٤٢ ٢٦٠	٠٩
الحسابات النظامية				
اصحاب اسهم تأمين عضوية مجلس الادارة			٣ ٠٠٠ ٠٠٠	-

المدير المالي

مفتش الحسابات
استشارات قانونية ومالية
الدكتور محمد صادق الأيوبي
قانوني مجاز - بنهاية العام ١٩٥٢

رئيس مجلس الادارة

حساب الارباح والخسائر العام بتاريخ ١٩٩٤/١٢/٣١

المبلغ		البيان	المبلغ		البيان
٧٨	٥ ٧٥٩ ٨٢٨	٤٠٪ من نفقات الادارة العامة ٩٤	١٨	٦ ٤١٤ ٥٩٦	صافي ارباح استثمار المشاريع
٠٠	١٤٩ ٠٨٠	استهلاك غرف التبريد/ديرالزور	٢٦	٣ ٠٧٣ ٨٣٥	الايرادات المالية لعام ٩٤
٣٠	١٠٦ ٧٣٥	استهلاك الحفارة ٨شهور لعام ٩٤	٠٠	٢ ١٠٠ ٠٠٠	ايرادات الاستثمار لعام ٩٤
٣٥	٦٠ ٨٥٠	نفقات سنوات سابقة/فرق اعتماد الانابيب لعام ٩٠	٢٢	٣ ٨٥٦ ٧٣٠	الايرادات الاخرى لعام ٩٤
٧٥	٤٤٨ ٨٨١	خسارة تقدير ايرادات موسم اللاذقية ٩٤/٩٣	٦٢	٨ ٠٨٩ ١٨٥	ارباح المجمع الصناعي لعام ٩٤
٥١	٤٩٦ ٣٤٣	خسارة تقدير ايرادات موسم الحسكة ٩٤/٩٣	٢٦	٦٢١ ٤٤٩	اعادة مؤونة محجوزة ٩٣/١٢/٣١ (خسارة المجمع ٩٣)
٨٥	١٨ ٧٥٣ ٤٣٤	الربح الصافي المحول لحساب توزيع الارباح والخسائر	٠٠	١ ٦١٩ ٣٥٨	تعديل استهلاك بعض الموجودات الثابتة لاعوام ٩١/٩٢/٩٣/٩٤
٥٤	٢٥ ٧٧٥ ١٥٤	المجموع	٥٤	٢٥ ٧٧٥ ١٥٤	المجموع

حساب توزيع الارباح والخسائر بتاريخ ١٩٩٤/١٢/٣١

المبلغ		البيان	المبلغ		البيان
٤٩	١ ٨٧٥ ٣٤٣	١٠ ٪ احتياطي اجباري	٨٥	١٨ ٧٥٣ ٤٣٤	الارباح الصافية
٣٦	١٦ ٨٧٨ ٠٩١	الربح الصافي لعام ١٩٩٤			
٨٥	١٨ ٧٥٣ ٤٣٤	المجموع	٨٥	١٨ ٧٥٣ ٤٣٤	المجموع

المدير المالي

مفتش الحسابات

استشارات مالية
الدكتور محمد صادق ...
محاسب قانوني مجاز ... ١٩٥٩

الميزانية العمومية بتاريخ ١٩٩٤/١٢/٣١

الموجودات

أسماء الحسابات	المبالغ الأساسية ليرة سورية	ق	المبالغ المخصصة ليرة سورية	ق	المبالغ الكلية ليرة سورية	ق
الموجودات الثابتة :						
وسائط النقل	٧٤٢٣٠٩٩٦٧	٧١	٥٤٧٩٩٦٢٥٠	٦٩	١٩٤٣١٣٧١٧	٠٢
العقارات	٥٢٤١٣٧٧	٠٠	٢٢٩٤٣٧٦	١٥	٢٩٤٧٠٠٠	٨٥
الأثاث والمفروشات	١٦٥٧٥٨٢٤	٨١	٧٨٣٤٦٣٣	٢٢	٨٧٤١١٩١	٥٩
العدد والأدوات	٤٦٨٢٩٨٥	٧١	٣٦٣٧٤٤٠	٣٦	١٠٤٥٥٤٥	٣٥
فروغ المحلات	٦٨٣٧١٤٥	٩٥	-		٦٨٣٧١٤٥	٩٥
نفقات التأسيس	١٠٦٨٤٦٩٩	٠٥	١٠٦١٨٧١٢	٠٥	٦٥٩٨٧	٠٠
التأمينات	٢٢٤٤٦٦	٧٥	-		٢٢٤٤٦٦	٧٥
مركز التحويل الكهربائي	٥٧٨٧٢٣	٠٠	٢٧٤٨٩٣	١٠	٣٠٣٨٢٩	٩٠
أبنية وانشاءات على أرض الغير	٥٣٢٦١٦٤	٤٤	١٥٨٩٦٤٩	٢٨	٣٧٣٦٥١٥	١٦
	٧٩٢٤٦١٣٥٤	٤٢	٥٧٤٢٤٠٩٠٤	٨٥	٢١٨٢١٠٣٩٩	٥٧
الاستثمارات :						
مساهمتنا في شركة سيرياتور	٢١٠٠٠٠٠٠	٠٠				
مساهمتنا في المنشآت السياحية	١١٨٧٢٥٠	٠٠				
مساهمتنا في فندق الفراديس	٥٧٠٠٠٠٠	٠٠				
مساهمتنا في شركة عمريت	٢٣٥٠٠٠٠٠	٠٠				
مساهمتنا في شركة السيلة زينب	٢٥٠٠٠٠٠٠	٠٠				
مساهمتنا في شركة الشرق للسياحة والسفر	٨٦٦٠٠	٠٠				
مساهمتنا في شركة مشتى الحلو	١١٦٠٠٠٠٠	٠٠				
مساهمتنا في شركة عمريت للإدارة الفندقية	٥٠٠٠٠٠	٠٠			٨٨٥٠٧٣٨٠	٠٠
الموجودات المتداولة :						
موجودات مستودع لوازم وسائط النقل	٨٧٠٧٧١٩٣	٦٧	-		٨٧٠٧٧١٩٣	٦٧
اجازات الاستيراد	٢١٩٦٩٢٧٥	٥٤	-		٢١٩٦٩٢٧٥	٥٤
حسابات مدينة مختلفة	٥٢٤٣٥٢٢٢	٢١	-		٥٢٤٣٥٢٢٢	٢١
ذمم مدينة	٦٦٠٦٩٨٤٠	٧٧	١٦٣٠٩٧٦	٧٤	٦٤٤٣٨٨٦٤	٠٣
ذمم مدينة لشركات مساهمين بها	٧٣١٦٨٦٩٧	٠٤	-		٧٣١٦٨٦٩٧	٠٤
	٣٠٠٧٢٠٢٢٩	٢٣	١٦٣٠٩٧٦	٧٤	٢٩٩٠٨٩٢٥٢	٤٩
الأموال الجاهزة :						
الصندوق	٤٦٢٧٣٥٢	٠٨				
المصارف المحلية والخارجية	٦١١٣٠٦٨٦	١٧			١٠٧٥٨٠٣٨	٢٥
الحسابات الانتقالية :						
مصاريف مدفوعة مقدماً	٣٦١١٢٨٠٩	٦٥				
ايرادات مستحقة وغير مقبوضة	-				٣٦١١٢٨٠٩	٦٥
المجموع					٦٢٠٢٤٩٣٤٩	٩٦
حسابات نظامية لها مقابل	١٥٠٠٠٠	٠٠			١٥٠٠٠٠	٠٠

المطاليب

أسماء الحسابات	المبالغ الأساسية ليرة سورية	ق	المبالغ الجزئية ليرة سورية	ق	المبالغ الكلية ليرة سورية	ق
رأس المال :						
٦٤٠٠٠٠ سهم × ٢٥٠	١٦٠٠٠٠٠٠٠	٠٠			١٦٠٠٠٠٠٠٠	٠٠
الاحتياطيات :						
الاحتياطي الاجباري	١٣٨٤١١٣٥	٣١				
احتياطي لرتفاع أسعار وسائط النقل ومتمماتها	٨٤٤٩٥٨٨٥	٠٢			٩٨٣٣٧٠٢٠	٣٣
المؤونات :						
مؤونة أعضاء مجلس الإدارة	٤٨٠٠٠	٠٠				
مؤونة متجاوزي السن القانونية	٢٥٦٥٩٢	٦٥			٣٠٤٥٩٢	٦٥
المطاليب المتداولة :						
المصارف المحلية (تسهيلات مصرفية)	٣٤٠٥٩٢٥٢	٤٩				
ذمم دائنة (خارجية)	٣٥٠٠٠٥٣٨٧	٩٤				
ذمم دائنة (محلية)	٦١١٨٥٩٩٠٠	٨٠				
ذمم دائنة (محلية) - حسابات جارية للشركات الشقيقة	٩٩٧٧٨٩٨٥	٧٨				
حسابات دائنة مختلفة	٦٦١٢٧٠٦٢	٥٢				
سندات الدفع	٣٠٠٣٠٠٠٠	٠٠			٣٢٧٣٦٠٥٨٩	٥٣
حسابات النتائج :						
أرباح الدورة المالية الحالية ١٩٩٤	٢٤١٧٨٢٠٥	٦٤			٢٤١٧٨٢٠٥	٦٤
الحسابات الانتقالية :						
مصاريف مستحقة وغير مدفوعة	٥٥٥٥٩٠٨	٥٥				
ايرادات مقبوضة مقدماً	٤٥١٣٠٣٣	٢٦			١٠٠٦٨٩٤١	٨١
المجموع					٦٢٠٢٤٩٣٤٩	٩٦
حسابات نظامية لها مقابل					١٥٠٠٠٠	٠٠

مدير الشؤون المالية — مفتش الحسابات — رئيس مجلس الإدارة

جدول جرد موجودات في الشركة بتاريخ ١٩٩٤/١٢/٣١

المبلغ المدين	المبلغ الدائن	البيـــان	العدد
		١- وسائط نقل الاستثمار :	
	٦٧٧٧٠٩٦٢,١٢	سيارات فولفو/٢٤٠و٢٤٤و٢٤٥/	١٦٥
	١٤٠٩٢٦٠,٧٥	سيارات بيجو/٥٠٥/	٥
	١٧٤١٨٨٧٩٨,٢٩	باصات بولمان	٦٧
	٧٩٩٥٠٠٠,٠٠	ميكرو باص - نيسان	١٣
٢٥١٦٩١٧٩٦,٧٢	٣٢٧٧٧٥,٥٦	سيارات جيمس	٦
		سيارات ليموزين وتاجير :	
	٢١٦٩٩٥٢٦٠,٣٣	سيارات فولفو/٢٤٠و٢٤٤و٧٤٠و٧٦٠و٩٤٠و٩٦٠/	٣٥٥
	١٤٧٢٢٣٠٠٧,٤٤	سيارات بيجو/١٠٤و٢٠٥و٣٠٥و٤٠٥و٥٠٥و٦٠٤ و٦٠٥/	٣٢٧
	٧١٩٦٥٣٨٥,٦٣	سيارات فولكسفاكن	١٧٩
	٧٠٠٨٨٣٥,٥٥	سيارات نيسان باترول	١٠
	٨٣٤٩٢٤٦,٦٧	سيارات مرسيدس /١٩٠و٢٠٠/	١٤
	٢٦٠٧٩٦٠٠,٠٠	سيارات هونداي	٦٢
	٧٣٨٠٠٠٠,٠٠	ميكروباص - نيسان	١٢
٤٨٧٧٩١٥٤١,٠٧	٢٧٩٠٢٠٥,٤٥	سيارات مختلفة	١١
		٣- سيارات الشحن :	
٢٨٢٦٦٢٩,٩٢	٢٨٢٦٦٢٩,٩٢	سيارات شحن فولفو	٢
٧٤٢٣٠٩٩٦٧,٧١		المجموع العام لوسائط النقل	
٥٢٤١٣٧٧,٠٠		٤- العقارات	
٦٨٣٧١٤٥,٩٥		٥-فروغ المحلات	
١٦٥٧٥٨٢٤,٨١		٦- الاثاث والمفروشات	
٤٦٨٢٩٨٥,٧١		٧- العدد والادوات	
١٠٦٨٤٦٩٩,٠٥		٨-مصاريف التأسيس العامة	
٢٢٤٤٦٦,٧٥		٩-التأمينات المجمدة	
٥٧٨٧٢٣,٠٠		١٠- مركز التحويل الكهربائي	
٥٣٢٦١٦٤,٤٤		١١- أبنية وانشاءات على أرض الغير	
٧٩٢٤٦١٣٥٤,٤٢		المجموع العام	

حـ/ الارباح والخسائر لعام /١٩٩٤/

المبلغ	البيـــان	المبلـــغ	البيـــان
٥٢٦٦٦١٥,٥٠	استهلاكات عام ١٩٩٤	٣١٨٦٧٥٢٤,٨٣	ايرادات استثمار عام٩٩٤
٢٦٩١٤٠٠٦,٢٧	صافي أرباح عام ١٩٩٤	٣١٣٠٩٦,٩٤	ايرادات أخرى
٣٢١٨٠٦٢١,٧٧		٣٢١٨٠٦٢١,٧٧	

حـ/توزيع الارباح والخسائر للدورة المالية المنتهية

في ١٩٩٤/١٢/٣١

المبلغ	البيـــان	المبلـــغ	البيـــان
٢٦٩١٤٠٠,٦٣	احتياطي اجباري١٠٪	٢٦٩١٤٠٠٦,٢٧	أرباح الدورة الحالية٩٩٤
٤٤٤٠٠,٠٠	رصيد حصة أعضاء مجلس الادارة		
٢٤١٧٨٢٠٥,٦٤	الأرباح المعدة للتوزيع		
٢٦٩١٤٠٠٦,٢٧		٢٦٩١٤٠٠٦,٢٧	

حضرة الأستاذ السيد.......................... المحترم

هذا الاستبيان معد من أجل إعداد بحث علمي للحصول على شهادة دكتوراه في المحاسبة يدرس الباحث فيه إمكانية قيام سوق أوراق مالية وأثر قيام مثل هذه السوق على الإفصاح المحاسبي في النظم المحاسبية المعمول بها في سورية ولما أصبحت أسواق الأوراق المالية ضرورة اقتصادية في أغلب دول العالم لذا فإنني أرجو من حضرتكم التكرم بتخصيص جزء من وقتكم الثمين للتفضل بالإجابة على أسئلة هذا الاستبيان وإنني واثق من أن إجابتكم سوف تساهم في إغناء هذا البحث وتقدم حافزاً للمهتمين من أجل العمل على إنشاء هذه السوق في سورية علماً أن الإجابة على الاستبيان تعتمد على مقياس خماسي لتحديد الوزن النسبي لكل بند من بنود الاستبيان الذي يبدأ بالوزن صفر عديم الأهمية وينتهي بالوزن /٤/ الذي يعتبر هام جداً. ولكم مطلق الحرية في وضع الأسم أو إغفاله.

درجة الأهمية [0.1.2.3.4]

١٠دور سوق الأوراق المالية في نمو وازدهار الشركات المساهمة وبالتالي دفع عجلة الاستثمار.

أ–جمع المدخرات الفائضة وزجها في خدمة الاستثمار. [0.1.2.3.4]

ب–تسهيل تداول الأوراق المالية. [0.1.2.3.4]

ج–تسهيل لقاء البائع والشاري للورقة المالية. [0.1.2.3.4]

د–توفير المال اللازم للاستثمار بتكلفة أقل. [0.1.2.3.4]

ه–وضع حد لاحتكار عدد من السماسرة لبائع الورقة المالية وشاريها. [0.1.2.3.4]

و–إمكانية الشركات المساهمة من إصدار سندات قرض. [0.1.2.3.4]

٢٠دور سوق الأوراق المالية في حماية المدخرين من صغار الكسبة والتجار من حيث:

أ–وضع إطار تنظيمي وقانوني لعمل السوق. [0.1.2.3.4]

ب–فرض متطلبات إفصاح دورية سنوية أو حتى ربع سنوية. [0.1.2.3.4]

ج–فرض متطلبات إدراج على الشركات المساهمة الالتزام بها حتى يتم إدراج أوراقها المالية في السوق. [0.1.2.3.4]

د–خلق فرص استثمار مناسبة ومأمونة ومتنوعة تحمي المستثمر من الوقوع فريسة جامعي الأموال. [0.1.2.3.4]

هـ–حماية المستثمرين من أعمال الغش والتلاعب. [0.1.2.3.4]

و–خلق الثقة لدى المستثمرين من أن المنشأة صاحبة الورقة المالية المدرجة هي منشأة جيدة. [0.1.2.3.4]

٠٣دور سوق الأوراق المالية في تحديد السعر الأمثل للورقة المالية وبالتالي مساعدة المستثمر في اختيار الورقة المالية الكفء للاستثمار من حيث :

أ-تحديد السعر الأمثل للورقة المالية. [0.1.2.3.4]

ب-إتباع معايير محاسبية موحدة و معترف بها حين إعداد القوائم المالية. [0.1.2.3.4]

ج-توفر المعلومات لكافة المستثمرين و بنفس الوقت. [0.1.2.3.4]

د-مساعدة المستثمرين في اختيار الورقة المالية الكفء. [0.1.2.3.4]

٠٤دور سوق الأوراق المالية في تعزيز الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية من حيث:

أ-الطرق المستخدمة في تحديد تكلفة المخزون (مثلاً الوارد أولاً أو غيرها)و أسس تقييم المخزون (مثل السوق أو التكلفة أيهما أقل) [0.1.2.3.4]

ب-تقسيم مخزون البضاعة إلى مواد خام ، بضاعة تحت التشغيل ، و بضاعة تامة الصنع. [0.1.2.3.4]

ج-طرق احتساب الاستهلاك و مخصص الديون المشكوك فيها. [0.1.2.3.4]

د-بيان تكاليف الأصول الثابتة و مخصص استهلاكها و مصروف الاستهلاك المحمل كعبء على الدخل. [0.1.2.3.4]

هـ-معلومات عن أي تغير في الطرق المحاسبية المستخدمة و أثره على نتائج أعمال المنشأة. [0.1.2.3.4]

و-أهداف الشركة و السياسات التي تتبعها الإدارة و سياسة توزيع الأرباح.[0.1.2.3.4]

ز-نسبة النمو في نصيب السهم من الأرباح المحققة. [0.1.2.3.4]

ح-نسبة النمو المتوقعة في المبيعات. [0.1.2.3.4]

ط-تنبؤ عن نصيب السهم من الربح للسنة القادمة. [0.1.2.3.4]

ي-ضرورة تقديم ملخص تاريخي للبيانات التشغيلية الهامة و عدد السنوات التي يغطيها هذا الملخص. [0.1.2.3.4]

ك-المصاريف الرأسمالية خلال العام. [0.1.2.3.4]

٠٥ضرورة إتباع المعايير المحاسبية الدولية في إعداد القوائم المالية التالية للوفاء بأغراض السوق المالي حال قيامها في سورية.

أ-الميزانية العمومية (قائمة الميزانية). [0.1.2.3.4]

ب-قائمة الدخل. [0.1.2.3.4]

ج-قائمة التدفقات النقدية. [0.1.2.3.4]

٠٦عدم صلاحية القوائم المالية المعدة حسب النظام المحاسبي الموحد للتداول في سوق الأوراق المالية. [0.1.2.3.4]

٠٧عدم إظهار القوائم المالية المعدة حسب النظام المحاسبي الموحد للوضع المالي الحقيقي للمنشأة. [0.1.2.3.4]

٠٨عدم صلاحية البيانات المعدة بحسب النظام المحاسبي الموحد لاتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية. [0.1.2.3.4]

٠٩عدم صلاحية النظم المحاسبية المتبعة من قبل القطاع الخاص في سورية لتلبية متطلبات قيام سوق أوراق مالية. [0.1.2.3.4]

٠١٠عدم التزام الشركات المساهمة بمعايير محاسبية موحدة ومعترف بها. [0.1.2.3.4]

٠١١عدم مواكبة مهنة المحاسبة في سورية للتطورات التي حصلت على المعايير المحاسبية الدولية. [0.1.2.3.4]

٠١٢إن قيام سوق أوراق مالية في سورية يساهم في:

أ-تشجيع الاستثمار من خلال خلق فرص استثمار متنوعة ومأمونة. [0.1.2.3.4]

ب-تسهيل الحصول على المال اللازم لتمويل الاستثمار. [0.1.2.3.4]

ج-تسهيل تداول الأوراق المالية ومنع احتكارها. [0.1.2.3.4]

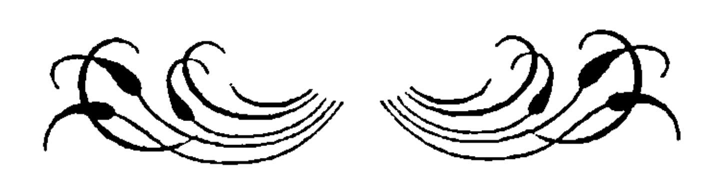
د-تنشيط وازدهار الشركات المساهمة. [0.1.2.3.4]

هـ-تجميع المدخرات المتنوعة وزجها في خدمة الاستثمار. [0.1.2.3.4]

و-وضع حد لأعمال الغش والتلاعب وحماية المستثمرين من جامعي الأموال.[0.1.2.3.4]

ز-تطوير مهنة المحاسبة بما ينسجم والمعايير الدولية وقيام سوق للأوراق المالية.[0.1.2.3.4]

ح-تعديل النظام المحاسبي الموحد بشكل يظهر فيه الوضع المالي الحقيقي للمنشأة وبالتالي يصبح ملائماً لقيام سوق أوراق مالية. [0.1.2.3.4]



الفهرس

Syrian Arab republic
Damascus university
Economic college
Accounting department

Security Exchange Market Role in developing accounting information systems in Syria .

Research prepared to get ph.D degree in accounting .

On supervised by

Dr: Hussain AL- Qadhi

Prepared by the researcher

Abdulrahman Merhi

1997

The nature of the problem and the importance of this research

The importance of this research comes from the problems and the difficulties that have been Facing Syrian investment Financing.
Syria had suffered Turkish occupation first, then French occupation, which had kept Syrian economy retarted and tail to colnial economy. thus, there was no possibility to establish a stock exchange market, because there was no developed capital production relationship.
Turki which was named the sick-man empire, became between 1840/1914 half occupied by British, French, and German authority.
Syria, which was part of Turki, was a rich pasturage for foriegn investment. The greediness of that colonial countries and the penetration of it's capital in Turkish and Syrian economy was the most important factors to keep Syrian people in pooverty and retardity. Thus, Syria could not develop it's goods production to capital production. therefore, craft production was the most dominant element in Syrian production.
In confronting that hard sitution, there was no way, but developling that craft in accordance with new developed manufactories. Especially, the national imperialist which led the political strugle, sensed the necessaty to build strong and industrialized economy. Therefore, it established during French colony (12) corporations in several areas. But, French authority in Syria had issued several decisions to hold up the development of Syrian industries and to put an end to it's competion to French productions.
The world war 2 had caused a great alteration in Syrian history, because of the huge amount of money that the coalition army had spent during the war in Syria and Lebanon which led to big increase in monetary currency, increase in goods sale prices wich enable national praducers to generate good profits that incouraged them to expand and developed their manufactories. But, French colnial autharity followed an open door policy in Syria, which disclose Syrian economy to big competion from foriegn productions. Thus, colonial authority did not allow any development to national manufactories. As a result, Syrian economic relationship was retarted relationship, because of Syrian ecomic market and the existed production relationship were connected to colonial economy.
Thus, there was no need for security exchange market.

Therefore, since the dawn of independance, national authority has been working to manipulate Syrian economic resources and international atmospheres to build developed national economy. thus, it started a negatiation with the colonial authority to receive national affairs, and also nationalized several Franch and Belgain affairs. Industrializing Syrian economy was a symbol raised by national imperialistic authority. Therefore, it established several basic and essintial

manufactories. Most of that projects established as corporations ownership and it came up to arround 177 corporations in 1957. Therfore, there was an urgent need for security exchange market. In 1962 national authority prepared a project to establish security exchange market, but the goverment was adopted different trend toward Syrian economy by nationalizing most Syrian carporations, This goverment new trend was reflected on syrian economy through giving public sector major economic and industrial activities, at the same time influencing negatively accounting profession and accounting disclosure, Because most of private carportions were nationalized or dissolved by their owners. Thus there was no need for security exchange market, because the market was deprived off from its existance reasons.

After 1970, the correction movement which was led by president ASSAd adopted new economic policy, aims to attract private sector to partitcipat in Syrian economic development, also to encourage immigrant and foriegn entrepreneur to finance syrian long Term investment.

Therefore, the goverment has issued several acts and decissions aim to facilitate investment process and abolish several acts and decisions were considered as barriers infornt of private investment. As a result, several handreds of corportions were established, but the main obstacle facing these companies is there is no security exchange market in Syria, which is very important in financing capital investment through helping those entreprneurs to raise money whenever they need.

At the same time security exchange market has a major role in developing accounting measurement and accounting disclosure, and establishing new companies. Therfore it seems that is very urgent demand to establish security exchange market to enhance the correction movement trends toward attracting private, foriegn and immegrant capital to invest in Syria. There is no doubt that establishing syrian exchange market needs essintial accounting developments which has to be coordinated with international accounting standards.